

# 中国における超長期化不動産バブルの政治経済学（\*）

陳 雲  
森 田 憲

## はじめに

本稿は、中国における不動産バブルの「超長期化現象」に着目し、その発生要因および解決への道程を探ってみたものである。

中国における不動産バブル現象の際立った特徴は、その「超長期化」である。実際、2003年以降、中国の不動産ブームが「亢進常態」となりいまだにおさまる気配がない。他の国ぐにはみられない「異常現象」が発生しているといつてよい。そうした問題が意識され本格的に「マクロコントロール政策」が実施されはじめた時期、すなわち2005年から数えてみても、すでに10年が経過しているのである。「超長期化バブル」、「破綻しないバブル」ということができるだろう。

中国の不動産市場における構造的な歪みは、2003年以降社会的関心の中心を占めている。その特徴は、単価の高い高級住宅および総面積の大きな住宅の供給比率が高すぎて、一般市民の購買力をはるかに上回っていることである。また、銀行融資（ローン）を組みその結果高い住宅の単価と銀行への返済とりわけその金利にあえぐ市民が多く現れ、「房奴」、「蟻族」を生んでいる<sup>1</sup>。そうした状況は、2015年時点まで、いっこうに改善の兆しがみえない。

中国の不動産バブルが深刻な地域として、沿海部の大都市、温州、鄂尔多斯（オールドス、モンゴル自治区）のような金持ちの多い地域、三亚（海南省）のようなリゾート地等があげられる。

問題は、そうした供給構造の歪みがなぜ市場（むしろ政府も介入している）で調整できないのかということである。その原因は、中国の市場経済体制の発展が遅れているためだろうか。住宅供給の絶対的不足により、不動産が「売手市場」だからだろうか。消費者が従来の狭くて粗末な住宅事情から開放され購買意欲をいっきに高めたため（消費者としての理性が未熟なせい）だろうか。

中国の不動産バブルをめぐって、われわれはそうした多くの問題に直面している。実際、そうした諸問題は、体制移行のプロセスに密接に関わる諸問題であり、体制移行の政治経済学の枠組みのもとで適切に捕捉されるべき問題であろう。

市場の問題とは、「需要と供給の不均衡」という問題にはかならない。不動産市場も同じである。したがって、言い換えれば、「超長期化バブル」とは「需要と供給の不均衡の超長期化」にかならない。当然、この超長期化バブルの舞台において、様々な影響をおよぼす「役者」たち

<sup>1</sup> 不動産バブルが深刻な社会問題となっているのは間違いない。一方で、大都市の一般消費者たち（とりわけ若年の世帯）は、住宅価格の高騰に苦しみ、「不買運動」をよびかけている。抗議の声は政府にも届いているはずである。他方また、時期をみてとられる抑制策によって住宅価格が下落すると、予約制で住宅の購入を契約した市民たちが「契約の解除」を求めて騒動を起こす。さらに、バブルは若者を徹底した「現実主義者」に陥れた。すなわち、理想や夢を語る余裕をなくし、高収入の職につくことや、結婚のための住宅購入で手一杯の状態なのである。

が存在する。

超長期化バブル現象の分析に関して、以下の諸点を特に強調しておきたい。すなわち、(1) 制度の規定力が決定的な要因だということである。中央集権的な権威主義体制は具体的に、ふたつの側面に強い影響を有する。ひとつは、都市農村の格差の長期化であり、もうひとつは、地方政府の質である（第4節参照）。(2) 様々な役者のうち、主役は地方政府だということである。住宅市場への土地供給は地方政府の独占分野であり、同時に、保障型住宅の供給も地方政府が責任を担っている。中央政府の政策指導の権威性は、皮肉なことに、表面的な影響力しかもたないことがわかる。実行主体である地方政府は、面従腹背の行動（すなわち、個別利益の追求を最優先にする行動）が一般化している。つまり、「権威主義が権威主義に対立する」現象が不動産市場をめぐる中央・地方政府間の駆け引きに顕在化しており、現行制度の失敗を物語っている。

以下本稿は、第1節で、超長期化した不動産バブルの実態と「役者」たちをみている。第2節では、国民経済における不動産業の位置づけについて述べる。そして第3節では、不動産バブルのマクロ経済への影響を分析する。第4節では、不動産の需要・供給における超長期の不均衡についての構造的要因を分析する。最後に、第5節において、本稿の結論について述べることにする。

## 1. 不動産バブルの長期化と「役者」たち

グローバル化した時代において、バブルの発生は、往々にして国民と政府、政治と経済、国内のおよび国際的な諸要因の共同作用の結果である。経験的事実からみて、バブルにひそんでいる巨大な短期的利益に誘われ、時代が変わっても教訓が繰り返されても、後世の人びとはそれを踏襲してしまうのである。ただし、中国の「超長期化した不動産バブル」は、世界的にも稀な現象であり、当該問題を解きほぐすためにはその裏側にひそんでいる中国の国情を十分に認識しなければならない。

様々な政策課題が複合的に現れている体制移行期において、中国政府の「国家の質」と「国家能力」<sup>2</sup>が問われている。

### 1-1. 不動産バブルの亢進

中国では、おおむね2003年から銀行の不動産融資残高が急速に拡大し、各地で不動産価格の急上昇がみられることになった。以下のような諸現象から、バブルの存在を認識できるように思われる。たとえば、不動産価格の上昇率や、住宅総価格対世帯所得の倍率、「売れ残り住宅の量と利子率」、賃貸対購入価格の比<sup>3</sup>、等である。そして、価格上昇を支える流動性の流入と、価格上昇が買い（仮需）をひき出し、買い（仮需）が価格を上昇させるというメカニズムが組み込まれているという意味では、はっきりしたバブルである。実際「上がるから買う、買うから上がる」というメカニズム<sup>4</sup>は、Keynesの「不合理なバブル」あるいはTopolの意味での「伝染性バブル」の性質をもった投機的バブルであると考えるのが妥当である（Baddeley and McCombie（2001））。

<sup>2</sup> 「国家能力」という用語は1990年代初頭にさかんに使われた。主に「中央政府の財政力の貧弱さ」を意識したものである。このことを問題視して、分税制の導入（1994年）が行われた。

### (1) 世帯所得と住宅総価格の倍率

以下、世帯所得と住宅総価格の倍率（Housing Price to Income Ratio）の指標から、バブルの存在を計算してみよう。次の式である。

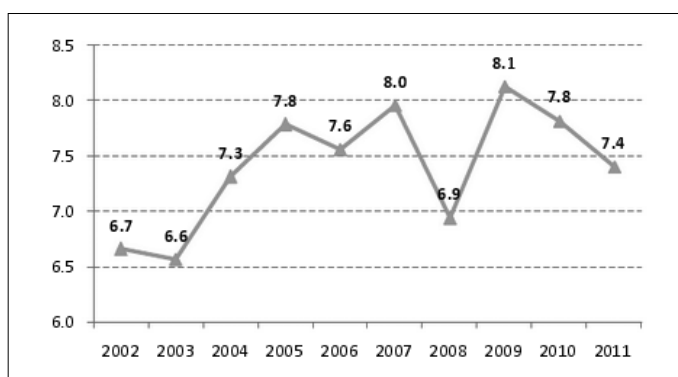
$$\text{住宅総価格対世帯所得の倍率} = (\text{住宅単価} \times \text{住宅面積}) / (1 \text{人当たり所得} \times \text{世帯人数})$$

世界銀行および国連人類居住問題研究部門（UN-HABITAT）の専門家たちは、住宅総価格対世帯所得の倍率の合理的な範囲を4倍から6倍の間としているが、中国の場合はそれをはるかに上回る数値となっている。

図1は上海易居房地產研究院の報告書がまとめた（中国全土の）各年における平均の数値である。総じて、2002年の6.7倍から2011年の7.4倍となっている。とりわけ2007年と2009年は8倍、8.1倍と高値を記録している。

2012と2013年はどうだろうか。表1のとおり、2012と2013年の倍率はそれぞれ7.07倍、7.27倍となっている。依然として高い値である。

図1. 全国「住宅総価格対世帯所得の倍率」の推移（2002-2011年）



出所：上海易居房地產研究院「全国35大中都市住宅総価格対世帯所得比報告書」。

<sup>3</sup> 研究者の間では、「1：200」（すなわち200倍）を目安に不動産バブルになっているのかどうかを判断するという見方がある。中国社会科学院（編）『2007年不動産青書』では、北京、深圳、上海、杭州などの大都市中心部における「賃貸対購入価格比」はすでに1：270から1：400に達したと報告されている。具体的な例をあげてみよう。2006年の北京市の不動産1㎡当りの平均価格は8,792元だった。したがって、総面積90㎡の住宅の購入価格は79.128万元となる。そして月平均家賃（2,500元）で割れば、316倍である。また、上記のケースにおける賃貸住宅の「粗利潤率」は、3.8%となる（すなわち、年間家賃収入3万元 ÷（8,792元/㎡ × 90㎡）である）。住宅価格の上昇指数が賃貸価格指数をはるかに上回ることがこの超長期化バブルに付随した現象であるといえる（具体的には、後掲表13参照）。

<sup>4</sup> たとえば、JPモルガン証券チーフエコノミスト菅野雅明は、「中国株は、上がるから買う、買うから上がる」という典型的なバブル状態（『日本経済新聞』2007年8月24日）と述べている。そうした認識は一般的なものであり、かつ中国の人びとの購買行動もまたそのように伝えられている。

表 1. 2012年および2013年の住宅総価格対世帯所得の倍率（全国）

|      | 住宅単価（元） | 1人当り<br>建築面積（㎡） | 都市住民1人当り<br>可処分所得（元） | 1戸当り人数（人） | 世帯所得と<br>住宅総価格の倍率 |
|------|---------|-----------------|----------------------|-----------|-------------------|
| 2012 | 5,791   | 32.9            | 26,959.0             | 3.02      | 7.07              |
| 2013 | 6,200   | 34.4            | 29,547.1             | 2.98      | 7.22              |

出所：『中国統計年鑑』各年版および各種資料より作成。

このほかにも、清華大学政治経済学研究センター、社会科学文献出版社、河南財經政法大学が共同で発表した「房地產売買行為と房地產政策」の推計による、中国都市部の「住宅総価格対世帯所得の倍率」は12.07である。そのうち、沿海部大都市では25.25である<sup>5</sup>。

一方、表2は「売却可能な保障型住宅を除いた後の住宅総価格対世帯所得の倍率」（データ収集可能な30都市を含む）である。上海、福州、杭州、北京の4都市は平均をはるかに上回る水準にあることがわかる<sup>6</sup>。なお、売却可能な保障型住宅を含めた場合の「住宅総価格対世帯所得の倍率」はそれより低い。図2は、表2にリストアップされた諸都市に関する図である。そのうち、濃い色は売却可能な保障型住宅を除いた後の倍率であり、薄い色は含めた場合の倍率（各地統計局の計算はこちらである）を示している。

表 2. 売却可能な保障型住宅を除いた後の「住宅総価格対世帯所得の倍率」順位（2011年）

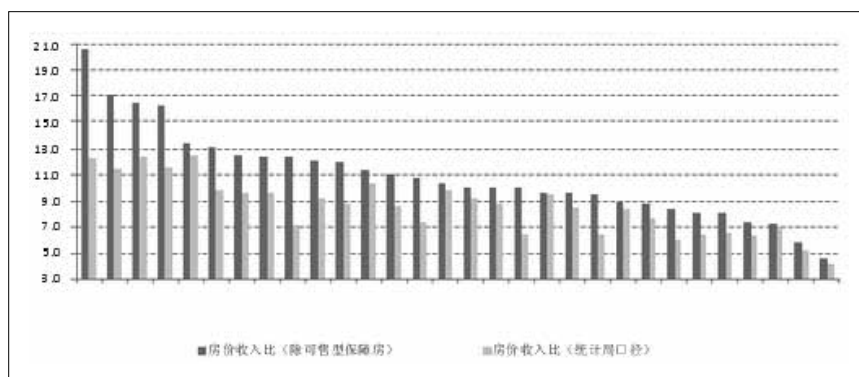
| 順位 | 都市   | 住宅総価格<br>対世帯所得<br>の倍率 | 順位 | 都市   | 住宅総価格<br>対世帯所得<br>の倍率 |
|----|------|-----------------------|----|------|-----------------------|
| 1  | 上海   | 20.7                  | 16 | 武漢   | 10.1                  |
| 2  | 福州   | 17.1                  | 17 | 太原   | 10.1                  |
| 3  | 杭州   | 16.5                  | 18 | 蘭州   | 10.0                  |
| 4  | 北京   | 16.3                  | 19 | 長春   | 9.7                   |
| 5  | アモイ  | 13.5                  | 20 | 瀋陽   | 9.7                   |
| 6  | 海口   | 13.2                  | 21 | 鄭州   | 9.5                   |
| 7  | 南京   | 12.6                  | 22 | 成都   | 8.9                   |
| 8  | 寧波   | 12.5                  | 23 | 済南   | 8.8                   |
| 9  | 重慶   | 12.5                  | 24 | 西寧   | 8.4                   |
| 10 | 大連   | 12.2                  | 25 | 長沙   | 8.1                   |
| 11 | ハルビン | 12.0                  | 26 | 合肥   | 8.0                   |
| 12 | 天津   | 11.4                  | 27 | 石家荘  | 7.4                   |
| 13 | 南寧   | 11.0                  | 28 | 青島   | 7.2                   |
| 14 | 南昌   | 10.7                  | 29 | 貴陽   | 5.8                   |
| 15 | 広州   | 10.4                  | 30 | フフホト | 4.5                   |

出所：上海易居房地產研究院『全国35大都市住宅総価格対世帯所得比報告書』。

<sup>5</sup> 比較すると、ロンドンでは6.9、ソウルは7.7、ニューヨークは7.9である。

<sup>6</sup> 北京の倍率については他の計算も存在する。たとえば、鏈家不動産市場研究部の計算では21.87に達している（2011年）。具体的には、2011年に新しく建築された住宅の平均単価は21,585元/㎡で、3人世帯、1戸当り100㎡で計算すると、「住宅総価格対世帯所得の倍率」は21.87である。このほか、表2にはないが、海南省の三亜市はリゾート地として有名であり、不動産バブルの程度は上海、北京よりも大きい。実際、2012年の「住宅総価格対世帯所得の倍率」は34.8であり想像を絶する値である。

図2. 「住宅総価格対世帯所得の倍率」の比較



出所：上海易居房地產研究院『全国35大都市住宅総価格対世帯所得比報告書』。

ただし、注意すべき点がある。移民の都市に比べて、北京、上海のような従来型の都市では、不動産市場は完全なものとはいえない。なぜなら、土地供給と住宅の種類は様々だからである。老公房（国有の職場が安い家賃で供給した宿舍のことをさす。1990年代末の住宅改革により、その大多数は居住者個人によって購入された）や、様々な「保障型住宅」（たとえば、経済适用房<sup>7</sup>、兩限房<sup>8</sup>、單位集資房<sup>9</sup>）が多く存在する一方、「灰色の収入」も多い。1人当り所得の真相を探ることは不可能に近い状態にある。

それに比べて、深圳のような移民の都市は、中国の「過剰な住宅の市場化」の真相をよりの確に反映していると考えられる。2011年の深圳の1人当り所得は36,505元であるが、新築住宅の平均単価は19,469元/㎡で、3人家族で100㎡の住宅を購入する場合を想定してみると、「住宅総価格対世帯所得の倍率」は17.77となる。（表2にみるとおり）上海に次ぎ、福州よりも高い倍率である。

上海の場合、2003年以降不動産価格は急激に上昇した。2000年に1㎡当り4,895元だった平均価格が2003年に5,897元、2005年に9,000元、そして2014年初頭には30,096元に達している。2005年以降、マクロコントロール政策の影響を受けて、上海の不動産市場は変動しているが、急上昇の傾向自体は変わっていない。

上海市都市部1人当り年間純所得は2000年の11,718元から2014年の47,710元へと上昇している。それに対応して、上海市の1人当り住宅面積（建設面積）も、2000年の16.7㎡から2014年の35.1㎡へ上昇している。表3は、それぞれの年の「住宅総価格対世帯所得の倍率」を表している。明らかにこの倍率は年々急激に上昇している。

そして、上海行政区域の内部で、住宅価格の差が大きい。たとえば、2014年初頭の住宅単価は30,096元であるが、内環線以内は54,436元/㎡、内環線と外環線の間は40,345元/㎡、外環線以外は20,487元/㎡（保障型住宅を除く）という状況である（図3）。

<sup>7</sup> 土地の譲渡に際して、土地は市場価格ではない低価格で供給され、販売価格も「制限価格」であることをさす。条件を満たす人びとしか購入できない保障型住宅のほすが、不正に購入されたケースが各地で頻発し、不評を買った。したがって近年多くの地方政府はこのパターンをとりやめると宣言した。

<sup>8</sup> 兩限房とは、販売価格限定、住宅面積の大きさを制限する普通型の商品化住宅をさす。

<sup>9</sup> 国有の職場が（使用権が当該職場にある）土地の上に建てた住宅をさす。その資金の大部分は職員たちの拠出によるものである。売却価格も当然市場価格ではない。

表 3. 上海市の住宅総価格対世帯所得の倍率

|                                     | 2000     | 2003    | 2005   | 2010      | 2014      |
|-------------------------------------|----------|---------|--------|-----------|-----------|
| 住宅単価（元）（A）                          | 4,895    | 5,897   | 9000   | 22,217    | 30,096    |
| 建築面積／人（㎡）（B）                        | 16.7     | 19      | 21.3   | 34.6      | 35.1      |
| $C = A \times B$                    | 81,746.5 | 11,2043 | 191700 | 76,8708.2 | 1,056,370 |
| 都市部住民可処分収入／人（元）（D）                  | 11,718   | 14,867  | 18645  | 31,838    | 47,710    |
| 倍率<br>$(C \times 3) / (D \times 3)$ | 6.98     | 7.54    | 10.28  | 24.14     | 22.14     |

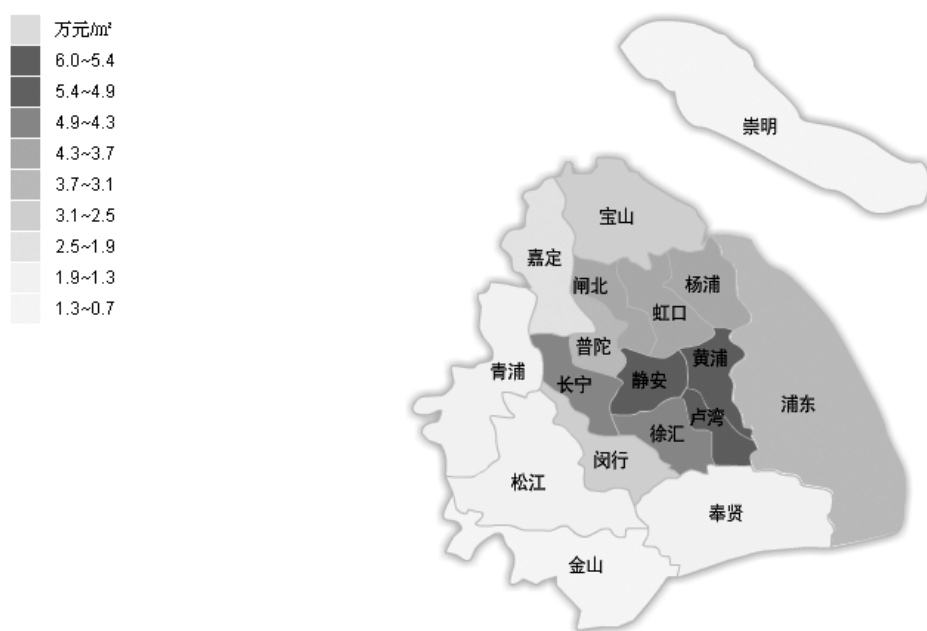
注（1）：倍率＝世帯総価格／世帯年収。このうち、「世帯年収」は、上海市都市部 1 人当り年間純所得 × 3 で計算する。「世帯住宅総面積」は「1 人当り居住面積」（各年統計）× 3 で計算する。

注（2）：「建築面積」は各年の『上海市国民経済与社会発展統計年報』によるものである。住宅の総価格を計算する際に「建築面積」を採用した理由は、消費者が住宅を購入する際に使われる計算単位だからである。なお、各年の「居住面積／人」はそれぞれ 11.8㎡、13.8㎡、14.9㎡、16.7㎡、17.8㎡である。

出所：『上海統計年鑑』各年版、『上海市国民経済与社会発展統計年報』各年版、不動産取引サービス「房価網」（<http://sh.fangjia.com>）等の資料より作成。

図 3. 上海における住宅単価の地域差

### 上海房价地图



出所：中国不動産取引サービス「搜房網」：<http://sh.fang.com/>（2015年 8 月 9 日）。

上海の18の区・県は、不動産の立地の視点から 4 種類に分類することができる。

第 1 は、商業用不動産開発を中心とする区である。たとえば、黄浦区（2011年より、芦湾区を合併吸収）、長寧区、静安区、虹口区が該当する。住宅の比率が全市平均値を下回ることが特徴である。そして、これらの区はすべて市街中心地に立地している。

第 2 は、住宅開発を中心とする区である。たとえば、楊浦区、宝山区、閔行区、嘉定区、金山区、松江区、青浦区、南匯区、奉賢区、崇明県などであり、住宅の比率が全市平均値を上回る

ことが特徴である。これらの区は、楊浦区（大学、工場施設などが並存する地域）を除けば、すべて郊外区・県である。住宅開発ブームの出現は、上海郊外で実施されている「三つの集中」政策<sup>10</sup>と密接な関係にあると考えられる。

第3は、「商業・居住並列の区」である。徐匯区、普陀区、閘北区は従来、商業のさかんな地域だが、住宅の開発面積や売上高もまた大きい。

第4は、浦東新区である。新開発地域としての浦東の行政面積は広大であり、内部の地域差が大きい。

## (2) 世帯資産と不動産バブル

豊かさを計る指標として、世帯当りの資産額があげられる。中国の事情はどうであろうか。2012年9月5日、中国で初の『中国世帯金融調査報告』が西南財経大学「中国家計金融調査研究センター」から発表された。同報告によると、中国の家計（都市部）の純総資産は米国の家計より21%も大きく、247万元になっている。この結果に多くの中国人は自らが「こんなに金持ちになったのか」と驚いている。しかし、資産構造をよく検討すれば、不動産<sup>11</sup>が実に70%を占めていることがわかる（米国の場合は30%である）。ローンの返済に苦しみながら、「富豪」のラベルが貼られることは実に皮肉としかいいようがない。現実の生活のなかで、1軒の住宅しかもたないふつうの中国人にとって、不動産バブルで高騰した自らの不動産の価値は無意味である。そして、ふつうの個人が本当に自由に使えるのは金融資産である。資産構造に占める金融資産の比率は、中国がわずか5%であるのに対して、米国は38%を占める。

さらに、中国の資産格差が所得格差よりも大きいこともまた忘れてはならない。

まず「可処分所得」（純所得）についてのジニ係数をみてみよう。前述の西南財経大学「中国家計金融調査研究センター」によると、2010年の（所得の）ジニ係数はすでに0.61に達し、世界平均の0.44をはるかに上回っている（CIA（2014））。ただし、国家統計局が公表したジニ係数の数値は西南財経大学の数値よりかなり低い。2013年は0.473である。

家計当りの資産格差はどうだろうか。北京大学「中国社会科学調査センター」が発表した『中国民生発展報告2014』によると、中国家計の資産不平等度は急速にすすんでいる。最上位1%の家計は資産全体の30%以上を占め、最下位25%の家計は10%しかもたない。なお、資産ジニ係数も1995年の0.45、2002年の0.55を経て、2012年の0.73に上昇している。

「成長があっても共有ができていない」ことは「中国モデル」の最大の特徴と概括できる（陳雲・森田憲（2015）、第1章）。

以上述べたように、中国の不動産バブルはかなり進行している。しかし、なぜこんなに超長期化した（10年もつづいている）のだろうか、この問題への接近には政治経済学的な視点が不可欠である。普遍的に悪化する政策問題の背後には、必ずや制度的な問題が存在している。

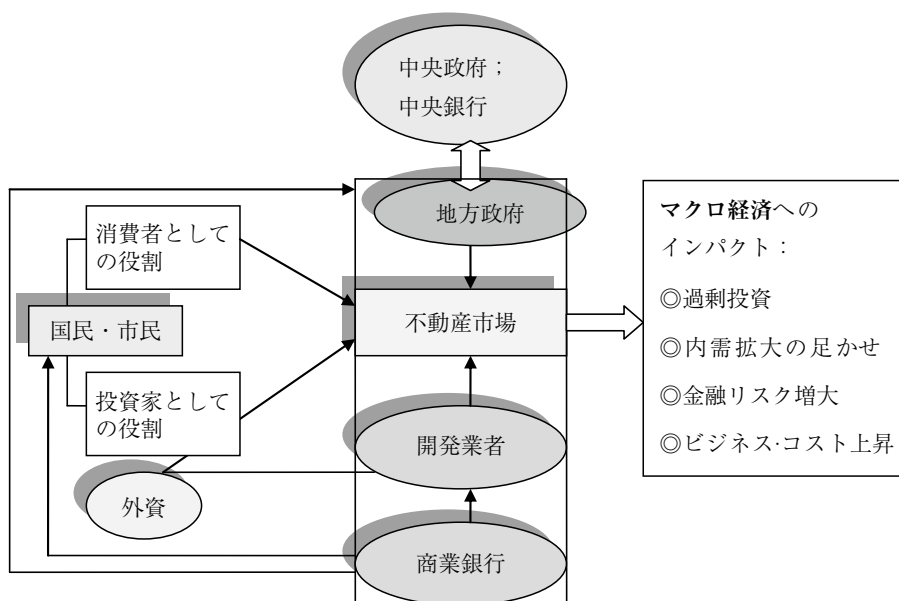
<sup>10</sup> 上海郊外区県の「三農」（農村・農業・農民）問題をめぐって、2001年以降、上海市農業委員会、発展与改革委員会、経済委員会、不動産開発委員会、企画局、財政局などの部局が共同で検討し、「三つの集中」政策がまとめられた。すなわち、「土地は規模化生産・経営へ集中」、「工業は園区へ集中」、「農民の居住地は城鎮へ集中」の3つであり、市街地の約600km<sup>2</sup>と郊外区県の約6,000km<sup>2</sup>の調和のとれた発展を図ることを目的とし、産業および人口の空間的配置の調整にとりかかる、ということを示している。

<sup>11</sup> 中国の持ち家比率は現在89.68%である。

## 1-2. 「役者」たち

超長期化バブルという「舞台」において、「役者」たちが存在する（図4）。それぞれの役者の目的関数は何だろうか、本節において考えてみよう。

図4. 不動産バブルの「役者」たちとマクロ経済へのインパクト



出所：筆者作成。

まずルール作りの役割として、中央政府と地方政府があげられる。中央政府はマクロ経済の安定化をひとつの目的とし、地方政府は「地方利益の最大化」を目的としている。したがって、中央と地方との間に、つねにコンフリクトと駆け引きが存在する。

不動産開発にも類似の状況が発生している。地方に活気を吹き込むために行った地方分権（1980年代の中心地域は華南地域であり、1990年代は上海に移った）だが、マクロ経済に歪みを与える無秩序な乱開発を看過できない中央政府は、この状況の是正に乗り出した。特に上海のような大都市は地方の首長の野心的な経営によって、「独立王国」を作り出す危惧がある。しかも、経済開発の暴走と同時に、不正や腐敗も発生しかねない。2006年の「陳良宇事件」<sup>12</sup>はまさにその警鐘であった。

不動産開発に関して、おおむね2005年から中央政府は抑制策を密に出すようになったが（後掲表11参照）、効果が表れていない——むしろ悪化しつつある。その根本的な理由は、地方政府に莫大な利益をもたらした「土地財政」が不動産バブルに依存しているということにほかならない。「自分が自分を是正する」ことは到底できないからである。

2005年以降、中央政府の不動産市場に対する調整策はおびただしい数にのぼるが、地方政府の

<sup>12</sup> 2006年9月25日、上海市トップの陳良宇党委員会書記（党中央政治局員、当時59歳）は、「上海市労働社会保障局を舞台にした社会保障基金の違法使用事件に関与し、政治的に悪影響をもたらした」として、解任された。陳氏は、その後に行われた裁判によって、18年の実刑を科された。



利益にふれることはできなかった。いったん価格の下落が始まると、地方政府は中央政府の政策に違反するような（刺激）策をこっそりうちだすのが一般化し、さらにこれをみた中央政府は処罰するどころか、時間が経つにつれて、自己否定的な政策へと方針を変えてしまうからである（中国語の「法不責衆」——つまり、「皆がやっていることを罰するのは難しい」——を連想させる光景である）。

そこで重要な反省点がある。「国家能力」という用語は1990年代初頭にさかんに使われた。要するに、1980年代の地方放権の体制のもとで、中央の財政能力が著しく低下した。したがって、内陸部の地域振興や政府プロジェクトの建設などにおいて、中央政府の財力が乏しいために成すすべのない状態がつづいた。1994の「分税制」はそうした状況のもとで行われた。国家能力の向上がイコール「中央政府の財政集権化」というふうに解釈されたのである。

しかし現状をみると、物事はそれほど簡単ではないことがわかる。分税制により、中央政府財力の向上という目的は達成したものの、中央地方間の「財政権と事務権の非対称性」がますます深刻になり（低いレベルの地方政府ほど状況が厳しい）、地方のガバナンスにおいて新たな穴を開けてしまったのである。その後の土地財政、地方債務問題の深刻化へとつながることとなった。

現状をふまえて、真の「国家能力」は何なのか、見直す時期に来ている。いうまでもなく、立憲政治のもとで、「財政権、事務権、人事権」三位一体の改革（「地方自治制度」の樹立）こそが国家能力（ガバナンス）の基礎である。

次の「役者」として、市民と開発業者が登場する。市民は具体的にはふたつの側面の役割をはたしている。第1は住宅を生活必需品として購入する「消費者」の側面であり、第2は「投資家」として行動する側面である。全体として「市民」として括られるが、そのなかには不動産価格の急上昇によって膨大な利益を獲得し、「バブルの盛宴」を味わった人びともいれば、高値に悩まされ、居住困難な人びとも多数存在する（特に非戸籍人口。「蟻族」はその派生現象である）。また銀行への返済の負担で憂鬱になった「房奴」も大量に生み出されている。

一方、中国国内では様々な民生問題の悪化——子供の教育問題、環境問題、そして当然、猛烈かつ超長期化した不動産バブルも含まれる——に不満と不信感をつのらせた市民たち（特に一定の財力をもつ中産階級）は、海外へ新たな生活の基盤を求めるようにもなっている。海外移民は近年最大の社会的話題といっても過言ではない。

「住宅総価格対世帯所得の倍率」が高まっていくなかで、不動産開発の収益率はどんどん低下していく。消費者たる市民の「足による投票」は、中国の不動産バブルに重大な影響を与えるに違いない。

不動産開発ブームによって、不動産開発業者は「神話」を作りつつ、莫大な富を手に入れる受益者となったが、その一方で、社会的批判もあびている。たとえば、不動産業は腐敗事件に絡むケースが多い（官商癒着問題）。また「不動産業は暴利業界」という指摘も痛烈である。そうした圧力のなかで、悪者扱いされた不動産開発業者は黙っていられないだろう。彼らはソーシャルメディアをつうじて、市民社会との対話を試みはじめた。彼らが語った「実情」によると、地方政府こそが最大の既得権益者であり、不動産販売価格のおよそ70%は土地譲渡金や各種の税の形で、地方政府の手にわたっているという<sup>13</sup>。不動産開発業者の予想外の「告白」によって、地方

<sup>13</sup> そうした情報を発信した代表的な人びとは、たとえば、任志强（不動産大手の華遠グループ総裁、2014年引退）や潘石屹（不動産大手の「SOHO中国」取締役）である。

政府があびた逆風はさらに強くなっていくに違いない。

第3の役者は銀行である。中央銀行と商業銀行は、金融政策の策定と実施に関わるが、中国の銀行自身が未成熟なため（1994年に初めて「銀行法」が作成され、中央銀行と商業銀行の分類と役割分担ができ上がった）、対外的にも対内的にも多くの問題を抱えている。とりわけ、不良債権比率を減らすために行われた「不動産融資の増額」行為（当然バブルをあおる役割をはたした）は、移行期中国の銀行に関する体質を反映したものである。

第4の役者は海外からの投資家である。彼らは、中国のバブルの盛宴に誘われてやってきた「客」である。「資本」のもつ本質が利益獲得機会を敏感に察知したのであり、それは中国経済がグローバル化したことの象徴ともいえる。しかし、この場合の海外資本は火がついた中国のバブルをさらに燃焼させる「燃料」でもある（特に海外資本の集中する大都市ではなおさらである）。注意しておきたいことは、海外投資家は主に投資を行う企業であり、海外の個人は高値の（しかも70年間の土地所有権しかついでない）中国の不動産にそれほどの興味を示してはいないようだという点である。

先に述べたように、中国の中産階級による海外移民がさかんになりつつある。国際的な要素移動が（中国の不動産バブルに）与える影響は、その前半の段階を経て、いまや後半の段階に入っているようにみえる。すなわち、これまでの10年間（前半）は海外資本による不動産業への流入が主流であったが、これからの10年間（後半）は中国国内資本の海外流出が徐々に突出していくものと思われる。

## 2. 国民経済における不動産業の位置づけ

1998年以降、次第に、不動産業が新しい経済発展のエンジンとして支柱産業と位置づけられるようになった。産業連関をつうじた波及効果が大きいからである。たとえば、原材料、内装業、家電製品等耐久消費財生産、金融や法律、不動産仲介等サービス業などが何れも不動産業と深く関わっている。したがって、不動産業は政策立案者によって中国の内需拡大に貢献すると認識されたものと思われる。当然、不動産業にとって、1999年以降加速した都市化は追い風である。

「国民経済における不動産業の位置づけ」はふたつの側面で表れている。すなわち、(1) GDPに占める不動産業の比率の高まり、(2) 不動産投資規模の拡大、である。

### 2-1. 中国全土の場合

1998年当時、銀行の個人住宅ローンの貸出金利は10%をこえる高い水準にあったため、個人の不動産購入意欲はなかなか高まらなかった。これが、住宅制度改革の進展に支障をおよぼした。

その際、不動産金融の改善策として、中国人民銀行（中央銀行）は1998年4月7日に「住宅融資規模を拡大し、住宅の建設および消費の支持に関する通知」を発した。主な内容は以下のとおりである。①1998年各商業銀行の新規融資のうち不動産融資のシェアを15%以内と指導する。②すべての商業銀行が個人向けの住宅ローン業務を行えるようにする。③商品化住宅建設を支持し、開発企業は自己資金比率が30%を満たせば、銀行から住宅建設融資を受けられるようにする。④「安居プロジェクト」について、販売比率（建設中の住宅の予約販売を含む）が75%に達

した場合、銀行から自己資本と借入を6：4の比率で融資を受けられるようにする。

中国人民銀行は2001年6月19日に「住宅金融業務の規範に関する通知」（銀発〔2001〕195号）を発表し、不動産関連産業への融資規模をコントロールする意向をみせた。

不動産業をさらに刺激するために、2003年8月、国務院より発せられた「不動産市場の健全な持続的発展を促進するための通知」（国18号文）は、不動産業を明確に「支柱産業」と位置づけ、条件を満たす不動産開発企業およびプロジェクトは引きつづき買付信用度を強化すると規定した。

2006年5月に、建設部等9中央部門が共同で出した「住宅供給構造を調整し、住宅価格を安定させることに関する通知」は、不動産業を中国経済の「重要な支柱産業」と位置づけたが、併せて開発の失速や販売秩序の混乱などの問題点も厳しく指摘し、そうした諸問題を都市部地方政府の重要な責務として、経済社会発展目標にそうように、健全な不動産業の発展を図るべきことを指示した。この2者を両立させるのは至難の業であり、現実をみると、前半の「支柱産業化」という政策は着々と実施されたが、後半の問題点はむしろ悪化しつつあるといえる。

表4、図5は、全国実質GDP、固定資産投資および不動産投資のそれぞれの成長率を示している。固定資産投資と不動産投資の成長率が、GDP全体の成長率を上回っていることがわかる。また、表4、図6は、GDPと固定資産投資に占める不動産投資の比率を示している。両比率とも年々上昇してきたことがわかる。GDPに占める不動産業の比率は、1999年の4.9%から2013年の18.7%に大きく上昇した。固定資産投資に占める不動産投資の比率もまた類似した傾向が認められる。

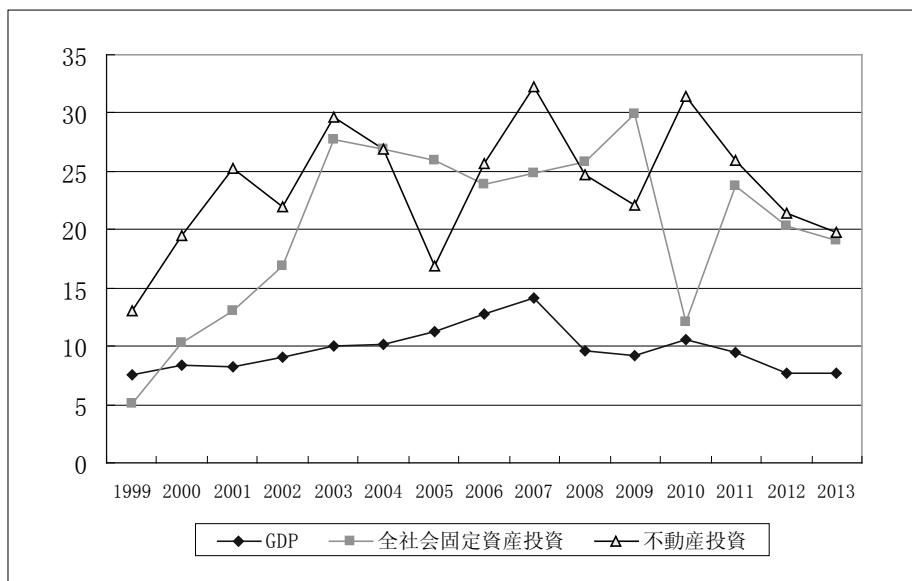
いずれにしても、1998年以降支柱産業化しつつある不動産業が高い投資成長率によって急速に拡大し、GDPに占める比率もまた高まってきたのである。

表4. 全国不動産投資の比率および成長率の比較（1999-2013年）

|      | 不動産投資の比率（%） |      | 成長率（%） |           |       |
|------|-------------|------|--------|-----------|-------|
|      | 対全社会固定資産投資  | 対GDP | GDP    | 全社会固定資産投資 | 不動産投資 |
| 1999 | 13.42       | 4.89 | 7.6    | 5.1       | 13.1  |
| 2000 | 15.03       | 5.48 | 8.4    | 10.3      | 19.5  |
| 2001 | 16.93       | 6.42 | 8.3    | 13.1      | 25.3  |
| 2002 | 17.91       | 7.36 | 9.1    | 16.9      | 22.0  |
| 2003 | 23.7        | 8.2  | 10     | 27.7      | 29.7  |
| 2004 | 23.7        | 9    | 10.1   | 26.8      | 26.9  |
| 2005 | 22          | 9    | 11.3   | 26.0      | 16.9  |
| 2006 | 22.3        | 9.2  | 12.7   | 23.9      | 25.7  |
| 2007 | 23.6        | 10.2 | 14.2   | 24.8      | 32.3  |
| 2008 | 23.4        | 11.7 | 9.6    | 25.9      | 24.7  |
| 2009 | 22          | 12.1 | 9.2    | 30.0      | 22.0  |
| 2010 | 25.8        | 13.4 | 10.6   | 12.1      | 31.4  |
| 2011 | 26.2        | 15.3 | 9.5    | 23.8      | 25.9  |
| 2012 | 26.5        | 16.9 | 7.7    | 20.3      | 21.4  |
| 2013 | 26.6        | 18.7 | 7.7    | 19.1      | 19.8  |

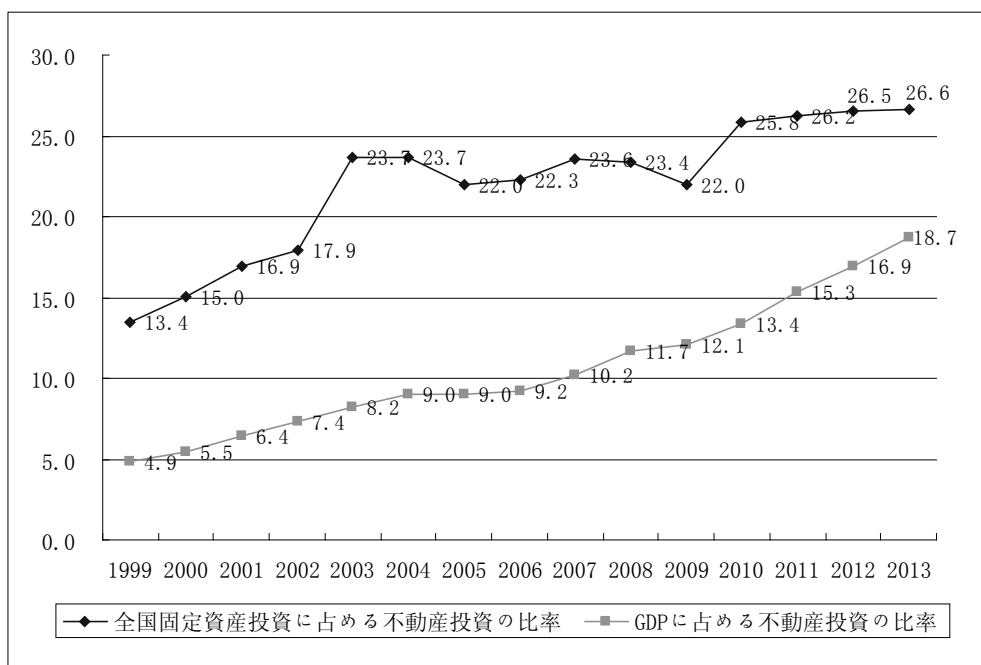
出所：『中国統計年鑑』各年版より作成。

図 5. 全国実質 GDP、固定資産投資および不動産投資の成長率（1999-2013年）



出所：『中国統計年鑑』各年版より作成。

図 6. 全国固定資産投資およびGDPに占める不動産投資の比率（1999-2005年）



出所：『中国統計年鑑』各年版より作成。

## 2-2. 上海の場合

1990年代半ばから、上海は住宅産業を促進するために、独自の政策をうちだした。ひとつは、1996年から2001年9月までの「ブルーマーク」戸籍制度<sup>14</sup>であり、もうひとつは、1998年6月1日から2003年5月31日の間に実施された「不動産購入者に対する所得税減税策」である。

なお、2003年以降急激に出現することとなった上海の不動産バブルには、いくつかの条件がそろっている。まず重要なのは、上海の金融・貿易・経済・物流という「四つのセンター」建設が、中央政府の支持によって強力に推進されたということであり、そして2010年開催の上海万博の決定が追い風となったということである。また当然、上海の1人当たりGDPが長年にわたって全国最上位であることも重要な要因である。上海の不動産ブームは、いわば「上海の大発展」を信じ、夢を託した内外の人びとが共同で作り出した「風景」というべきものであろう。

「上海ドリーム」が、中央政府と地方政府、政治と経済、国内経済と国際経済の共同作用で作られ以上、「上海バブル」の発生もそうした諸要因と深く関わっている。

21世紀初頭の上海のGDP成長率は、江蘇省、浙江省、そして山東省を下回る趨勢にある。土地や人件費等費用が高騰するなかで、製造業の市外への移転がはじまったためである。上海はGDP成長率の競争に勝つために、新たな成長源をみい出さなければならない状況に追い込まれたのである。

近年、上海の製造業が周辺諸都市の挑戦に直面しているのは事実である。表5によると、GDPに占める比率が最も大きい業種は「商業・貿易・物流業」で、2000年の9%から2010年の15.1%に増大し、上海の産業構造のソフト化を反映している。第2の支柱産業は金融業だが、その比率は2000年の15%から2010年の11.4%に低下している。そして、第3の支柱産業はIT産業である。IT産業の比率は2007年のピークを経て、やや低下傾向を示している。その次の順位は不動産業である。比率は2000年の5.5%から2004年の8.4%、2009年の8.2%と急速に高くなっている（1990年の比率は僅か0.5%、1994年は2.0%だった）。なお、自動車産業は2009年までは4.1%にとどまった<sup>15</sup>。

上海の場合、固定資産投資に占める不動産開発投資の比率は1995年から2010年までおおむね30%台を維持してきた。2011年以降は40%台に跳ね上がった。2013年ごろからはさらに50%台に達している（表6）。

<sup>14</sup> 中国語で、「藍印戸口」という。当該都市における投資や商品化住宅購入また当該都市の企業などに雇用された外来人口を適用対象とする戸籍制度である。公安局の批准・登録の後、住民票にブルーマークが押される。ただし、外国人はこの制度の適用対象にはならない（そうではないレッドマーク戸籍は当該都市の正式戸籍人口のことをさす）。なお、同制度の特徴は次のとおりである。①ブルーマーク戸籍人口は子供の就学、操業免許の取得、公共サービスの利用などの面では、レッドマーク戸籍人口と同様の待遇を受けられる。②ブルーマーク戸籍人口は、毎年審査を受ける必要がある。審査に合格できなければ、資格が取り消されることとなる。③ブルーマークが当該都市の正式戸籍人口になる前には、以前の在籍地での戸籍を取り消さない。④投資・住宅購入後3年以上、あるいは勤務5年以上の経験者、かつ固定的常住住居をもつブルーマーク戸籍人口は、正式な戸籍の申請ができる。そして批准された場合には、別に「都市建設費」を納めなければならない。

<sup>15</sup> 表5によると、2010年の不動産業の比率は低下したが、表6の不動産投資比率をみると、不動産業がむしろさらに膨張していることがわかる。むしろ、表5の比率は相対的なものであり、絶対値を表すものではない。

表 5. 上海市六大支柱産業のGDPに占める比率 (%)

| 指標        | 2000年 | 2003年 | 2004年 | 2005年 | 2006年 | 2007年 | 2008年 | 2009年 | 2010年 |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| GDPに占める比率 | 40.4  | 47.8  | 44.3  | 43.7  | 45.5  | 47.4  | 50.1  | 52.4  | 52.1  |
| IT産業      | 7.1   | 10    | 10.8  | 12.0  | 12.9  | 13.4  | 11.5  | 8.9   | 9.7   |
| 金融業       | 12.6  | 10    | 7.6   | 7.5   | 8.0   | 9.9   | 10.1  | 12.0  | 11.4  |
| 商業・貿易・物流業 | 9.0   | 9.1   | 9.2   | 9.1   | 9.0   | 8.8   | 13.7  | 14.5  | 15.1  |
| 自動車産業     | 3.5   | 7.3   | 4.4   | 3.4   | 3.5   | 3.6   | 2.9   | 4.1   | 5.9   |
| プラント設備製造業 | 2.7   | 4     | 4.0   | 4.4   | 5.5   | 5.1   | 5.2   | 4.7   | 4.2   |
| 不動産業      | 5.5   | 7.4   | 8.3   | 7.3   | 6.6   | 6.6   | 6.7   | 8.2   | 5.8   |

注1:「商業・貿易・物流業」は飲食業を含まない。

出所:『上海統計年鑑』各年版より作成。

表 6. 上海社会固定資産投資と不動産開発投資の状況

| 年分   | 社会固定資産投資 |         | 不動産開発投資  |         | 不動産開発投資<br>の比率 (%) |
|------|----------|---------|----------|---------|--------------------|
|      | 実績 (億元)  | 成長率 (%) | 実績 (億元)  | 成長率 (%) |                    |
| 1995 | 1,601.79 | —       | 466.20   | —       | 29.11              |
| 1996 | 1,952.05 | 21.87   | 657.79   | 41.10   | 33.70              |
| 1997 | 1,977.59 | 1.31    | 614.23   | -6.62   | 31.06              |
| 1998 | 1,964.83 | -0.65   | 577.12   | -6.04   | 29.37              |
| 1999 | 1,856.72 | -5.5    | 514.83   | -10.79  | 27.72              |
| 2000 | 1,869.67 | 0.7     | 566.17   | 9.97    | 30.28              |
| 2001 | 1,994.73 | 6.69    | 630.73   | 11.40   | 31.62              |
| 2002 | 2,187.06 | 9.64    | 748.89   | 18.73   | 34.24              |
| 2003 | 2,452.11 | 12.12   | 901.24   | 20.34   | 36.75              |
| 2004 | 3,084.66 | 25.80   | 1,175.46 | 30.43   | 38.11              |
| 2005 | 3,509.7  | 13.78   | 1,246.86 | 6.1     | 35.53              |
| 2006 | 3,925.09 | 10.8    | 1,275.59 | 2.3     | 32.5               |
| 2007 | 4,458.61 | 13.6    | 1,307.53 | 2.5     | 29.3               |
| 2008 | 4,829.45 | 8.3     | 1,366.87 | 4.5     | 28.3               |
| 2009 | 5,273.33 | 9.2     | 1,464.18 | 7.1     | 27.8               |
| 2010 | 5,317.67 | 0.8     | 1,980.68 | 35.3    | 37.2               |
| 2011 | 5,067.09 | -4.7    | 2,170.31 | 9.6     | 42.8               |
| 2012 | 5,254.38 | 3.7     | 2,381.36 | 9.7     | 45.3               |
| 2013 | 5,647.79 | 7.5     | 2,819.59 | 18.4    | 49.9               |
| 2014 | 6,016.43 | 6.5     | 3,224.10 | 13.7    | 53.6               |

出所:『上海統計年鑑』各年版より作成。

### 3. マクロ経済へのインパクト

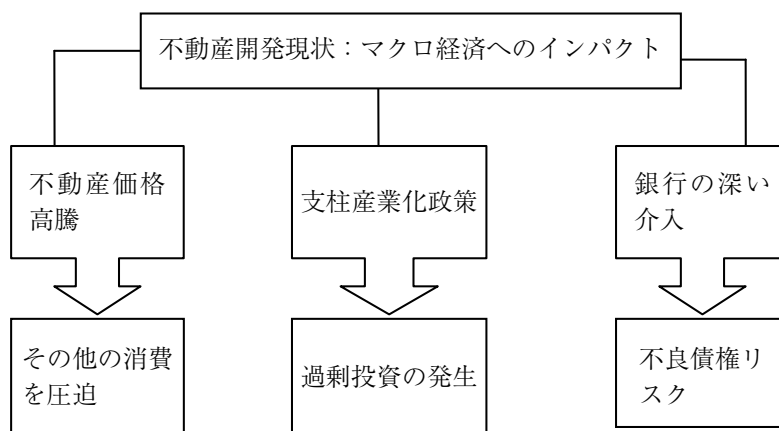
上海の不動産開発に焦点をあてる場合、民生問題への圧迫に加えてさらにマクロ経済へのインパクトも懸念されている。たとえば、住民の所得水準をはるかに超える不動産価格の上昇は住民の貯蓄を急速に吸収し、内需を拡大させるどころかむしろ内需を抑制させる足かせとなっている。また、必ずしも実態を反映しているとはいえない「経済的繁栄」が、「過剰投資」という影を映してもいる。

そしていうまでもなく、金融リスクに関わる諸問題も発生している。銀行にとってこれまでのところ優良債権であった不動産融資が、今後不良債権化する危険が存在している。資本市場が未発達なために、不動産への融資経路が限定され、不動産開発業者や消費者は銀行からの融資に依存する比率が大きい。資本市場の発達をつうじて銀行融資の比率を小さくすることが求められる。また、上海のような「国際貿易センター」を目標としている都市にとって、不動産価格の上昇によるビジネス・コストの増大は大きな問題であり、現実にもそうした事態が発生しているといっ

てよい。

図7は、不動産バブルがマクロ経済に与えるインパクトの経路をまとめたものである。すなわち、(1) 支柱産業化政策による過剰投資の発生、(2) 不動産価格高騰によるその他の消費への圧迫（内需圧迫）、および(3) 銀行の（限度をこえた）介入による不良債権リスク、が指摘できる。以下順次みていくことにしよう。

図7. 不動産バブルの経済的インパクト



出所：筆者作成。

#### 3-1. 住民所得水準から乖離した住宅価格：内需促進効果か内需抑制効果か

全国の不動産（住宅・非住宅を含む）販売価格が年々上昇しており、かつ上昇速度がはやくなっている。2005年以降の中央政府による取り締まり政策はいわば「消防士」のような役割をはたしてきた。しかし、不動産バブルをひき起こす原因は複合的なものであり、断片的な政策では

明らかに対処が難しい。

1980年代以降、中国経済は年平均9%をこえる成長率がつづいた。それと同時に、対外貿易依存度は1980年代初頭の約15%から2004年のおよそ70%に至るまで急激に上昇した。2010年以降、中国の経済成長率が10%を下回り、貿易依存度も次第に低下して50%台にまで下がっている。総じて、中国は面積や人口だけでなく、経済規模の面でも「大国」でありながら、その高い「対外貿易依存度」は経済に脆弱性をもたらす危険がある——「内需不足」として表れる。

「内需不足」の原因として、格差問題に注目が集まっている。とりわけ、9億人が居住する農村の購買力の低さが問題視されている。それでは、都市住民の状況はどうだろうか。中国のGDPの高い成長率に伴って、都市部住民の所得水準も上がってきた。しかし現実には、中国では貯蓄が大きくその分消費が小さい（表7）。貯蓄の伸び率がGDP成長率（名目ベース）をはるかに上回っていることがわかる。

都市住民の貯蓄の目的は何だろうか。各種調査によると、子供の教育費、住宅購入、老後の生活保障等であることがわかる。様々な民生問題（教育、医療、住宅など）が家計に重くのしかかっていることが明らかである。そのうち、住宅購入に該当する支出が最大の負担となる。必需品である住宅が安定的かつ合理的な価格で供給されない限り、他の需要を減少させる「押し出し効果」をもつ。

仮に住宅、社会保障、教育等の体制が整わず、中国の経済成長が一般世帯の消費増加（内需）によって支えられないとすれば、持続性に乏しいであろう。

表7. 全国都市部住民1人当り可処分所得、消費および貯蓄率

|              | 1990     | 1995     | 2000     | 2010      | 2011      | 2012      | 2013      |
|--------------|----------|----------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 1人当り可処分所得（元） | 1,510.16 | 4,282.95 | 6,279.98 | 19,109.44 | 21,809.78 | 24,564.72 | 26,955.10 |
| 1人当り消費支出（元）  | 1,278.89 | 3,537.57 | 4,998    | 13,471.45 | 15,160.89 | 16,674.32 | 18,022.64 |
| 貯蓄率（%）       | 15.3     | 17.4     | 20.4     | 29.5      | 30.5      | 32.1      | 33.1      |

注：貯蓄率は、（1人当り可処分所得－1人当り消費支出）／（1人当り可処分所得）、として計算した。

出所：「中国統計年鑑」2014年版より作成。

### 3－2. 過剰投資問題の発生：不動産在庫率の上昇

過熱した不動産開発が引き起こしたのは「過剰投資」という問題である。全国的に上昇しつつある不動産の在庫（売れ残り）率はその証明である。

2014年の中国不動産市場は「混沌」のひとつで表される。前段階の急上昇によって数々の抑制策がとられ、一部の都市で住宅販売価格の下落が顕著に表れた。それを危惧する中央政府は風向きを静かに変え、今度は販売促進のための規制緩和策<sup>16</sup>が続々と出されるようになった。「優柔不断」な態度の背後には、地方の反乱への懸念が存在した。土地財政は地方政府にとって命綱なのである。

総じて、2014年の不動産市場において、地域差が鮮明に浮上している。沿海部の先進地域に立地する大都市（主に市街地）では、上昇率が鈍化したが、市場のニーズは依然として堅調といえる<sup>17</sup>。それに対して、中小都市では市場で消化しきれない在庫の量が急増し、売れ残りの状態が

<sup>16</sup> 住宅購入者に対して銀行融資条件の緩和や、利子率優遇、住宅積立金融資産額の拡大等がある。



この2-3年にますます顕在化した。たとえば、民間資金が潤沢な温州市では不動産の開発が猛烈に行われた。しかし2011年9月から、30カ月連続の価格低下がつづいた。内モンゴルの鄂尔多斯（石炭の有名な産地である。資源価格の高騰により多くの炭鉱経営者たちが金持ちになった）の不動産市場も弾け、平均単価はすでに2万元/㎡から1万元/㎡以内に急激に低下した。

人口と産業の持続性が大きな原因である。これまで、外来人口の流入先は主に大都市であり、増える人口は不動産市場の需要を刺激した。2008年以降、中央政府は大都市での不動産バブルを抑制するために、住宅購入資格に戸籍制限を加えるようになった。それによって、より多くの不動産開発業者は他の中小都市へと投資先を変更しはじめた。おおむね2009年から、一部の中規模の都市でも住宅の供給量が大幅に増えた。南通、煙台、佛山などの土地供給量は全国のトップを占めた。しかし、外来人口による需要は到底住宅供給の増大におよばず、売れ残りが目立った。

「都市化」の旗印は不動産産業発展の追い風であった。2014年3月、「国家新型城镇化企画（2014-2020年）」が国家戦略として提出され、不振に迫られる不動産業に新たな創造の空間を与えた。すなわち、さらなる人口の農村から都市への集中がすすめば、不動産の需要も伸びつづけるはずである。しかし、現実には複雑であり決して楽観視できない。

多くのメディアは建設部の統計データを引用して、2005年10月末時点の全国不動産売れ残り面積がすでに1.12億㎡（そのうち住宅が0.62億㎡）に達し、総建設面積の26%に相当すると伝えている。国際的警戒ラインとされる10%をはるかにこえる水準である。その後、国土資源部は不動産業を「生産能力過剰な産業」にリストアップし、未開発の土地の開発促進および土地供給における構造的問題（中・低価格住宅用地の比率が低いこと）を解決しなければならないと指摘した。

おおむね、2005年から2009年の期間に不動産の売れ残りの量は2億㎡にとどまったが、2011年以降、年間25%の速さで急速に拡大している。2014年、全国不動産販売量が12.06億㎡（前年より7.6%減少）、そのうち住宅販売面積は10.52億㎡（前年より7.6%減少）である。2009年以降はじめての販売量減少となった。そして、不動産の売れ残り面積が6.22億㎡に達した（そのうち住宅の売れ残り面積が4.07億㎡）。

大量の売れ残りや投資型購入の存在は、肉眼の観察でもよくわかる。確かに、中国の大都市では、夜になると、新築マンションのなかに灯りのとまらない部屋が数多く存在する。

市場経済の通常メカニズムにしたがえば、売れ残り率が高すぎれば、超過供給であり不動産価格は当然下がる。あるいは、企業は銀行からの融資が返済不能となり経営破綻に追い込まれる。しかし現在、中国の不動産の売れ残りがすでに国際的警戒ラインをこえる高い水準にあるにもかかわらず、なぜ不動産価格は下落しないのだろうか。住宅の「売手市場」はなぜ現在も堅調に維持されているのだろうか。

不動産業は、地方政府にとって「アヘン」のような存在である。不動産バブルをさらにつづけることは、リスクの膨張そして崩壊の危険性につながるが、しかし地方政府には止められない。以下のふたつの原因が考えられる。すなわち、（1）経済面では、GDP成長（支柱産業化、関連産業の発達）の源であること、そして（2）財政面では、「土地財政」収入が地方政府総収入の半分以上を占める（しかも、「予算外収入」であり中央へ上納する必要がない）ことである。この

<sup>17</sup> しかし、郊外地域は別である。それまでの急上昇により、杭州の住宅市場も揺れた。特に市街地から離れ、住宅の建設量も多い蕭山区や余杭区は目立った。北京郊外や、広州郊外にも似たような傾向がみられる。

潤沢な財源は誰も失いたくない（毎年徴収する「資産税」と違って、現行の法律のもとで、土地を開発する地方政府が「ひとつかみ」で70年間の土地譲渡金を手に入れることができる。まさに「一攫千金」の業である）。

中長期的に存在する危険性を回避するよりも、目の前の短期利益を求めたい——地方政府の理性的経済人としての選択は明瞭である。

当然、不動産バブルを継続させるためには手段が必要である。具体的にいえば、それらは（1）土地の独占的供給を堅持すること（したがって、「小産権房」<sup>18</sup>）の合法性を認めない）、（2）「保障型住宅供給」への不作為、などがあげられる（第4節参照）。

### 3－3．銀行の不動産業向け融資の動向と金融リスク問題

不動産ブームのなかにあって、不動産開発企業は当初、土地さえ入手できれば、あとは（開発せずに）土地価格の上昇を待つだけでも莫大な利益を得ることができた。政府はしかし、2009年以降、2年をこえて未開発の土地に対しては政府による土地の無償回収ができ、そして1年をこえて（2年未満）未開発の土地に対してはその譲渡金の20%の罰金を支払うという政策の実施に踏み切った。不動産（住宅を含む）供給の促進策とはいえ、「無償回収」や「土地譲渡金の20%の罰金」といった手段は、国务院の通知<sup>19</sup>という形で定められてはいるが、法的根拠には乏しい。すべて地方政府の増収に有利という点が特徴である。

2003年以降、中央銀行は「自己資金比率が30%に達しなければ、銀行融資を受けられない」と規定を改めた（2009年には20%まで下がった）。そうすると、当然、開発企業は「あの手この手」で資金調達を行わなくてはならない。

表8と表9は、全国不動産投資の内訳である。「国内借入れ」の比率が下がるのに対して、「自己資金」が上昇していることが明瞭である。「その他」は一貫して高い。企業の「自己資金」には資本金、企業利潤、さらに各種資本の参入（株権利との交換に）が含まれる。また、「その他」の項目に最も大きな比率を占めるのは消費者による「保証金と頭金」である。

不動産の「予約販売制度」により、開発企業は消費者の「保証金と頭金」を建設資金にあてられる。予約販売制度はしたがって不動産開発バブルをおおる重要な要因であるという指摘が存在する。すなわち、「予約販売」によって開発企業は少ない資金でプロジェクトの建設が可能になる。さらに、消費者の「保証金と頭金」も結局は銀行や住宅共同基金からの借入れ部分が大きく、バブルがすすむにつれて銀行全体が負うリスクが増大していくことになる（個人住宅向けの銀行融資について、1998年以降、銀行は事実上奨励的であった）。

開発企業が「あの手この手」で調達する資金のうち政治的腐敗に関わる部分が存在する。2006年、中国共産党中央が上海市党書記陳良宇に対して、「上海労働と社会保障局」の違法な融資案件に深く関わり賄賂を収受したとして告訴した。

<sup>18</sup> 「小産権房」とは、農村集団所有の土地で作られた住宅をさす。財産権が承認されていないため、「小産権房」という。

<sup>19</sup> 2008年1月の「節約を促進し、土地の集約的使用に関する通知」、2009年9月の「土地の集約的使用に関する通知」である。

表 8. 全国不動産投資の内訳

|      | 合計  | 国内借入れ | 外資利用 | 直接投資 | 自己資金 | その他  |
|------|-----|-------|------|------|------|------|
| 2000 | 100 | 23.1  | 2.8  | 2.2  | 26.9 | 47.0 |
| 2001 | 100 | 22.0  | 1.8  | 1.4  | 28.4 | 47.7 |
| 2002 | 100 | 22.8  | 1.6  | 1.3  | 28.1 | 47.4 |
| 2003 | 100 | 23.8  | 1.3  | 0.9  | 28.6 | 46.3 |
| 2004 | 100 | 18.4  | 1.3  | 0.8  | 30.3 | 49.9 |
| 2005 | 100 | 18.3  | 1.2  | 0.8  | 32.7 | 47.8 |
| 2006 | 100 | 19.7  | 1.5  | 1.1  | 31.7 | 47.1 |
| 2007 | 100 | 18.7  | 1.7  | 1.3  | 31.4 | 48.2 |
| 2008 | 100 | 19.2  | 1.8  | 1.6  | 38.6 | 40.3 |
| 2009 | 100 | 19.7  | 0.8  | 0.7  | 31.1 | 48.5 |
| 2010 | 100 | 17.2  | 1.1  | 0.9  | 36.5 | 45.2 |
| 2011 | 100 | 15.2  | 0.9  | 0.8  | 40.9 | 43.0 |
| 2012 | 100 | 15.3  | 0.4  | 0.4  | 40.5 | 43.8 |
| 2013 | 100 | 16.1  | 0.4  | 0.4  | 38.8 | 44.6 |

出所：『中国統計年鑑』2014年版より作成。

表 9. 上海における不動産固定資産投資の内訳

|         | 1995 | 2000 | 2003 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|---------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 本年度新規投資 | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  |
| 国内貸付    | 21.9 | 23.4 | 21.8 | 24.3 | 26.4 | 21.9 | 26.0 | 21.8 | 25.4 | 23.1 | 24.6 | 25.4 |
| 外資利用    | 9.3  | 4.2  | 2.6  | 2.0  | 2.6  | 2.9  | 3.4  | 0.9  | 3.0  | 1.4  | 0.7  | 0.7  |
| 外資直接投資  | 6.2  | 2.4  | 1.3  | 0.8  | 2.4  | 2.6  | 3.2  | 0.8  | 2.0  | 1.3  | 0.7  | 0.7  |
| 自己資金    | 38.4 | 31.9 | 24.2 | 26.5 | 26.6 | 22.9 | 28.2 | 21.3 | 33.2 | 37.2 | 34.9 | 30.8 |
| その他     | 30.4 | 40.5 | 51.3 | 47.2 | 44.5 | 52.4 | 42.4 | 56.1 | 38.5 | 38.3 | 39.8 | 43.0 |

出所：『上海統計年鑑』各年版より作成。

1998年以降、不動産開発および住宅消費を奨励する一連の政策のもとで、銀行の不動産向け融資が飛躍的に増大している。銀行の不動産融資関連の潜在的リスクについては、以下のような諸点に注意が必要である。

#### (1) 不動産開発企業向け融資

一般に、中国不動産開発企業による開発資金の銀行依存比率は70%に達するといわれている。不動産企業向け融資の引き締めの効果およびその競争効果によって、かなりの比率の企業が資金面で維持できなくなり、結局銀行へリスクを持ち込むこととなる。

さらに、銀行融資に関わる不正問題も発覚している。開発企業が自らの企業の従業員や関係者等に依頼して虚偽の不動産売買契約を行なったこととし、銀行から融資を受けるケースが多発し

たのである。個人向け融資の利子率が開発企業向け融資の利子率より低い上に審査も簡単であるため、その差異を狙った一部の開発企業に融資手段として「利用」されたのである。当該問題の発生には銀行自身の管理体制もまた問われることとなった。内部情報の流失や銀行従業員との共謀の事例が少なくないからである。

## (2) 個人向け融資

現在のところ不良債権比率が低いとはいえ、将来不動産税の徴収により、不動産購入者の返済能力が低下する可能性が大きくなるだろう。さらに、最高人民裁判所が2004年10月26日に発布した「人民裁判所が行う民事執行における押収、凍結した財産に関する規定」によると、2005年1月1日から以下のような規定が実施されることとなった。すなわち「執行対象およびその扶養家族の生活に必要な住宅家屋について、人民裁判所は押収はできるが、競売、売却あるいは債務償還にあててはならない」（第6項）のである。この規定によって、商業銀行の負担するリスクが増大する。

また、不動産価格の急激な下落によって発生する担保物件の価格低下は銀行が負う最大のリスクである。「長期化」とはいっても、バブルが崩壊する日がやってくるという備えが銀行には必要である。

金融リスクを防ぐため、そして不動産市場の過熱ぶりを抑えるために、中央銀行による個人ローンへの融資規定が頻繁に変化した（表10参照）。住宅を購入する際の頭金（ローン以外の個人が一括して支払う資金のこと）が2006年の3割から2013年の最高7割へと引き上げられたが、2014年以降には、不動産市場への刺激策として頭金に関する規定が緩和されている。

表10. 個人住宅購入の頭金に関する規定の変化

| 年    | 政策規定   |
|------|--|
| 2006 | 最低3割   |
| 2007 | 1軒目の住宅の場合、90㎡以下の住宅に対して最低2割、90㎡以上なら最低3割<br>2軒目の住宅の場合、最低4割 |
| 2010 | 2軒目の住宅に対して最低5割、住宅価格が特に高い都市では3軒目の住宅に対して融資停止ができる           |
| 2011 | 2軒目の住宅の場合、最低6割に引き上げ                                      |
| 2013 | 北京、上海、広州等の大都市で、2軒目の住宅の頭金の支払いはさらに7割に引き上げ                  |
| 2014 | 2軒目の住宅に対して、1軒目が返済完了の場合、1軒目と同様の政策を執行                      |
| 2015 | 2軒目の住宅に対して、4割に引き下げ                                       |

出所：各種資料より作成。

## (3) 土地開発融資について

地方政府が財政難であるため、土地投資開発センター<sup>20</sup>はしばしば融資の「橋渡し」役として

<sup>20</sup> 1996年9月26日、深圳市において「土地投資開発公司」が設立され、その後「土地投資開発センター」に名称を改めた。同年11月15日に、上海にも「土地投資開発センター」が設立された。第三セクターの機構であり、長期的な都市開発の視点に立ち、公共的目的で都市土地資源の有効配置と資産運営を行うことが目的である。

利用されてきた。しかし、土地開発融資には次のようなりスクが含まれる。第1に、各地の「土地投資開発センター」の負債比率が比較的高い。第2に、銀行による融資に対する監督が困難である。第3に、銀行が融資を行なう際には有効な担保措置を講じにくい。第4に、土地投資開発センターの運営リスクが存在する、ということである。

しかし、それではなぜ銀行が不動産融資に熱心なのだろうか。それには理由がある。WTO加盟の際の公約どおり、2006年末時点で中国は銀行業の外資への全面的開放を迎えた。そうした圧力を受けて、国内銀行は内部改革をやめ、とりわけ資本金の充実や不良債権比率の減少に必死なのである。これまでのところ不動産融資は銀行にとって優良債権である。したがって、銀行は、優良債権への融資を拡大することで不良債権比率を低下できるという安易な考えをもっているものと思われる。そうした安易な考えが不動産向け「融資衝動」を生み出した。また同時に、中国の貯蓄率は非常に高く大量の預金の投資先を模索している銀行にとって、急激に発展している不動産業はその格好の受け皿となったのである。

過熱した不動産投資と投機化した住宅ブームに危惧を感じた政府当局は歯止めをかけようとした。個人住宅向け銀行融資および不動産開発企業向け銀行融資に対して、一連の制限措置を加えた。これらの政策はいずれも、住宅の投資型購入を抑制し銀行のリスクを低下させることを目的としている。しかし、資本市場の発達が遅れているため、多くの開発企業にとって直接金融はまだまだ先のことである。一方、資本は当然それ自身の利益を求めて移動することになるが、魅力的な投資対象が少ないために、個人も企業も銀行も、結局は急激な都市化に合わせて不動産に目を向けることとなったのである。

金融機関の不動産への深い関わりは不動産バブルに拍車をかけ、金融機関自身もまた多大なりスクを負うことになっている。

#### 4. 不動産バブルの生成要因：需給不均衡構造の政治経済学

体制移行期の中国において、バブルの生成要因はかなり複雑であり、政治経済学的な視点を欠いては理解できない。

上海、北京などの大都市を中心として中国各地で起きている超長期化不動産バブルは、生成要因から判断すると、1980年代末期から1990年代初期にかけて発生・崩壊した日本のバブルとはかなり異なる国情によるものである。日本のバブルでみられた要因と同じもの——たとえば、巨額の貿易黒字から生じた人民元の切り上げ圧力や、内需拡大のために国内で優遇金利政策を実施するといった要因は、そうした国情に「上乗せした」影響をおよぼしたが、それは副次的なものである。それらの要因だけでは、中国の超長期化不動産バブルの存在を解釈することはできない。

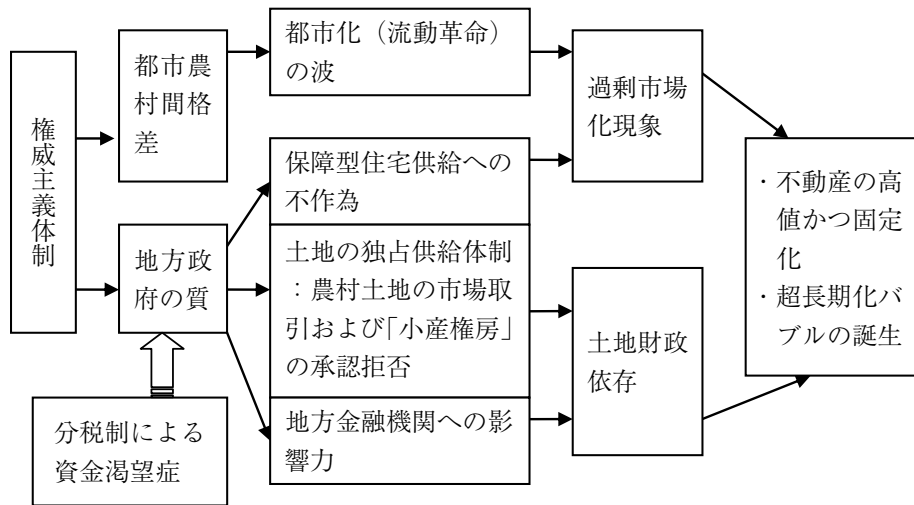
それでは、中国の不動産バブルを長期化させる国情とはいったい体何だろうか。図8に示されているように、中国式「破綻しにくいバブル」の生成要因には、多重の構造が隠されているのである。

まず、何よりも、土台である権威主義体制の影響が重要である。その影響は具体的にふたつの側面におよんでいる。第1は、流動革命の前奏となる「都市農村間の巨大な格差」の形成である。これは人口の過剰な流動をもたらし都市部住宅の需要を刺激しつづけた。第2は、「地方府の質」の規定性である——「上に対して責任をもつ」地方政府は、本能的に以下の行動に出る。

(1)「保障型住宅供給の不足」、(2) 土地の独占的供給（農村の土地の市場取引および「小産権房」の承認拒否）をつうじて住宅を高値に維持し、莫大な「土地財政」の利益を獲得するという構造的な歪みの長期化、そして（3）地方金融機関への影響力を利用して借金をつづけ、建築ブームを維持し、その結果地方債務規模の雪だるま式の膨張、である。

以下具体的にみてみよう。

図 8. 中国式「破綻しにくいバブル」の要因：因果構造



出所：筆者作成。

#### 4－1. 權威主義体制の影響

中国における中央集権的權威主義体制は、地域格差に深く影響したものであると思われる。言い換えると、国土の均衡的發展は中央集権的權威主義体制のもとでは実現し難いのである。この種の体制のもとでの中央と地方の間には、権力と義務の対等性がなく、地方は税を納める義務があるものの、権利の主張ができない。中央政府は、一部の地域（首都や国境の重点地域）に富の投入や人口の誘致を行うが他の地域への配慮は十分ではない。地域格差の拡大は避けられない<sup>21</sup>。

近代以降、中央集権的權威主義体制でありながら、国土の均衡的發展（成長の共有）を実現し得たのはごく少数の發展途上国（地域）にすぎなかった。東アジアNIEsはその類型に入る。た

<sup>21</sup> 地域格差だけではなく、貧富の格差もまた著しいものであった。17世紀のイギリス使節団による報告書のなかで、ストーントンは清の時代の社会的格差および専制主義政治の関係について、次のように述べている。（ア）中国の貧富の格差の大きさは世界的にきわめて稀なものと結論づけられる。中国には中間階層が存在しない。なぜかという、中間階層は自らの富および独自の意識をもつために、朝廷からは歓迎されないからである。（イ）中国の金持ちはほとんど権力の持ち主でもある。中国の専制主義は超越的な存在であり、経済は永遠に権力の支配下に置かれる。権力を失うものはしたがって富も失う（Staunton (1797)）。

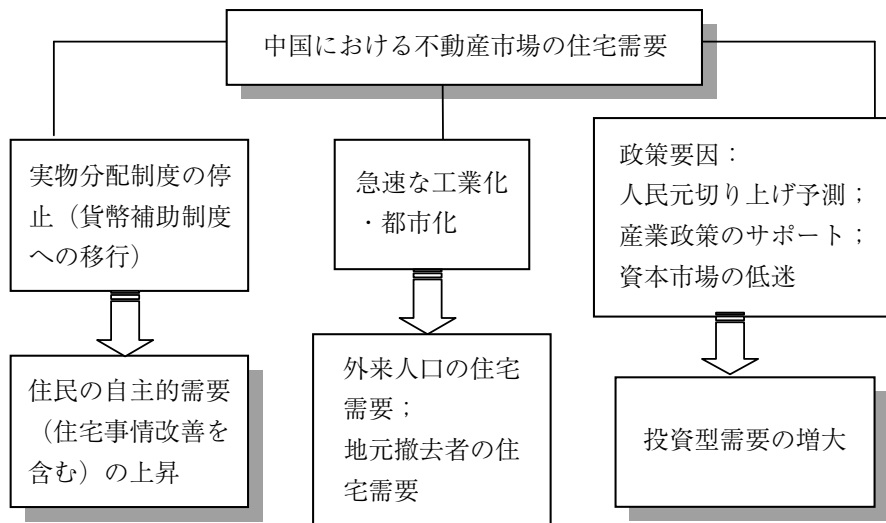
例えばシンガポールの公共住宅制度は1960年代から発足し、現在国民の80%以上の人びとが手ごろな価格で住宅を手に入れることができる。「慈愛」に満ちたシンガポール政府は、中国の場合に比べると、きわめて対照的である。しかし、むしろ中国の方が一般的であろう。政府に対して十分な選挙権、監督権をもたない市民が成長の果実を享受できることの方がはるかに稀な場合といえる。

また、権威主義体制のもとにある地方政府は、任命によって誕生しているため、いわゆる「上に対して責任をもつ」もので、住民に対して責任をもつものではない。地方政府による「保障型住宅供給」への不作為は不動産の過剰市場化に拍車をかけた。そのなかでも特に流动人口や中低所得層の住宅問題が深刻である。

#### 4-2. 不動産市場の「過度な需要」の誕生

都市部の住宅需要の形成については、以下のような諸要因が考えられる（図9）。すなわち、(1) 1998年以降の「住宅実物分配制度」の停止（貨幣による補助への移行）、(2) 都市化（離村向都）の影響、(3) 資本市場低迷の影響（投資先を求める民間資本の存在、投資型購入が増大）、(4) 人民元切り上げの予測（海外資本の流入）、などである。

図9. 中国における不動産市場の住宅需要



出所：筆者作成。

##### 4-2-(1) 実物分配制度の停止

1980年代以前の中国の住宅制度は、「福祉型住宅実物分配制度」であった。人びとはそれぞれの職場で住宅を供給される。計画経済体制は一種の極端な「開発主義」であり、労働者あるいは国民はあくまでも国家目標を達成するために存在する「手段」である——「福祉型住宅」といっても、住宅はその「手段」の確保のために供給されたものであり粗末に作られていた。必要な衛

生設備も整えられておらず、快適に生活する機能はいっさい備えられていなかった。当時は、いうまでもなく、不動産市場は存在していなかった。

従来の「福祉型住宅実物分配制度」に対する改革は1980年代にはじまったものの、当該制度の完全な廃止は1998年以降のことになる。その間、「住宅共同基金制度」の導入や土地制度改革、不動産関連融資に対する政策、不動産をめぐる租税政策など各種の制度的改革が行われ、そして「都市化政策」が追い風となった——中国の都市化は1999年以降加速され（1999年から2003年の間に、非農業人口対総人口で表示される「都市化率」は10%も上昇した）。この加速した都市化の進展が不動産開発ブームの到来と重なったのは、むろん、偶然ではない。

#### 4-2-(2) 都市部への人口集中

1978年の改革開放政策に伴い、厳格な「城郷分離」を目的にした「戸籍制度」が緩和されはじめ、農村の余剰労働力は都市の第二次、第三次産業へと流動しはじめた。中国社会の大規模な人口流動が現実化してきたのである。

第6回国勢調査<sup>22</sup>によると、2010年末時点で、中国の流動人口は2億6,139万人であり、2000年に比べて1億1,700万人増加しており、10年間の増加率は81.03%に達した。同時に、都市常住人口は6億6,557万人で、総人口に占める比率は49.68%となっている（2000年に比較して、13.46ポイント増加している）。

省レベルの「常住人口上位5省」も、2000年に比べて、有意な変化が認められる。2000年の順位は、河南省、山東省、広東省、四川省、江蘇省だったが、2010年には、広東省、山東省、河南省、四川省、江蘇省の順となった。すなわち、沿海部の省への人口流動がつづいたものと考えられる。この傾向は、全国ベースでみても同様である。当該10年間に、東部沿海地域の人口の比率が35.57%から37.98%へ上昇したのに対して、中部地域が1.08%、西部地域が1.11%、東北地域が0.22%、それぞれ低下している。

各地域（省・自治区・直轄市）常住人口の全国比率および変動をみると、2000年に比べて、2010年の全国に占める常住人口の比率が上昇した省は、明らかに、沿海部に集中している。

上海の傾向をみてみよう。都市化水準の急上昇、核家族化、そして外来人口比率の上昇などが明瞭な特徴である。

表11によると、2013年末の上海の常住人口は2,415.15万人で、そのうち戸籍人口は1,432.34万人、人口密度は3,809人/km<sup>2</sup>である。

都市化率の上昇もはやい。1995年の70.8%から、2013年の90%へと一気に約20ポイント跳ね上がった。都市化がすすむにつれ、上海の工業用地と住宅用地は増える一方である。同時に、上海市世帯の核家族化もすすみ、1980年代初頭には平均3.8人だった1戸当りの人口が、2005年以降2.7人で推移している。こうした趨勢が新規需要を生み出す源泉になった。そして、旧計画経済のもとで作られた粗末な住宅を更新する自主的需要だけでなく、社会的増加人口（流入人口）も新たな需要を生み出した。2013年末の時点で、常住人口のうち、非戸籍人口が40%強を占めている。

新しく住宅を必要とする人口は、①土地収用により農村戸籍から都市戸籍へ変わる人たち、②上海以外の省や市から上海都市戸籍を申請する人たち、③上海戸籍をもたない常住人口という3

<sup>22</sup> 1949年から2010年まで、中国は合計6回の国勢調査を行っている。1953年、1964年、1982年、1990年、2000年、それに2010年である。



種類に分類される。上海自身の魅力もあり、これら新規増加人口は上海不動産市場における住宅需要をさらに膨らませることとなった。

表11. 上海の戸数、人口、人口密度および平均寿命（1978-2013年）

|      | 1戸当り人口数<br>(人) | 常住人口<br>(万人) | 人口密度<br>(人/km <sup>2</sup> ) | 戸籍人口<br>(万人) | 非農業人口比率<br>(%) | 戸籍人口<br>平均寿命 (歳) |
|------|----------------|--------------|------------------------------|--------------|----------------|------------------|
| 1980 | 3.8            | 1,152.00     | 1,862                        | 1,146.52     | 61.3           | 73.33            |
| 1985 | 3.5            | 1,233.00     | 1,993                        | 1,216.69     | 63.8           | 74.27            |
| 1990 | 3.1            | 1,334.00     | 2,104                        | 1,283.35     | 67.4           | 75.46            |
| 1995 | 2.9            | 1,414.00     | 2,230                        | 1,301.37     | 70.8           | 76.03            |
| 1996 | 2.9            | 1,451.00     | 2,288                        | 1,304.43     | 71.5           | 76.11            |
| 1997 | 2.8            | 1,489.00     | 2,348                        | 1,305.46     | 72.2           | 77.20            |
| 1998 | 2.8            | 1,527.00     | 2,409                        | 1,306.58     | 73.0           | 77.03            |
| 1999 | 2.8            | 1,567.00     | 2,472                        | 1,313.12     | 73.8           | 78.44            |
| 2000 | 2.8            | 1,608.60     | 2,537                        | 1,321.63     | 74.6           | 78.77            |
| 2001 | 2.8            | 1,668.33     | 2,631                        | 1,327.14     | 75.3           | 79.66            |
| 2002 | 2.8            | 1,712.97     | 2,702                        | 1,334.23     | 76.4           | 79.52            |
| 2003 | 2.8            | 1,765.84     | 2,785                        | 1,341.77     | 77.6           | 79.80            |
| 2004 | 2.8            | 1,834.98     | 2,894                        | 1,352.39     | 81.2           | 80.29            |
| 2005 | 2.7            | 1,890.26     | 2,981                        | 1,360.26     | 84.5           | 80.13            |
| 2006 | 2.7            | 1,964.11     | 3,098                        | 1,368.08     | 85.8           | 80.97            |
| 2007 | 2.7            | 2,063.58     | 3,255                        | 1,378.86     | 86.8           | 81.08            |
| 2008 | 2.7            | 2,140.65     | 3,376                        | 1,391.04     | 87.5           | 81.28            |
| 2009 | 2.7            | 2,210.28     | 3,486                        | 1,400.70     | 88.3           | 81.73            |
| 2010 | 2.7            | 2,302.66     | 3,632                        | 1,412.32     | 88.9           | 82.13            |
| 2011 | 2.7            | 2,347.46     | 3,702                        | 1,419.36     | 89.3           | 82.51            |
| 2012 | 2.7            | 2,380.43     | 3,754                        | 1,426.93     | 89.8           | 82.41            |
| 2013 | 2.7            | 2,415.15     | 3,809                        | 1,432.34     | 90.0           | 82.47            |

出所：『上海統計年鑑』2014年版。

中国不動産市場の亢進は、この都市化の進捗と相まって生じたものである。

激しい流動革命の背後に、都市農村間格差が代表する国土の均衡開発の課題が浮上する。都市と農村の間、農村と農村の間、沿海と内陸の間の格差解消を目指す「国土の均衡発展」が、根本的な課題として存在している。

市場経済体制は、その効率の向上のため、財・生産要素の自由な移動を要請する。そのために、それまでの「城鄉分離・市県分立」が見直され、流動革命がはじまった。流動革命は合力によるものである。農村余剰労働力が大量に解放されたことが押し出す力であるのに対して、都市部での雇用機会の増大や様々な魅力は引っ張る力である。

振り返ってみると、1992年以降、沿海開放戦略から全方位開放戦略への転換があり、その後、1999年の「西部大開発」、2003年の「東北老工業基地振興」、2005年の「中部台頭」戦略が次々に出された。しかし、発展に必要な要件から判断すれば、内陸の発展にはまだまだ時間がかかるだろう（Chen (2009), Chapter 2）。

トダロの「三部門理論」によれば、都市農村間の格差が絶対的に大きくなった場合、都市をよりよくするための政策手段（就職促進政策等）は、離村向都の人口流動をいっそう刺激する材料となり、政策の無効化が起きる（Todaro（1969））。都市農村間格差が顕著な場合、都市部では、過剰流動による住宅難問題が必然的に発生する。

高まる人口流入に対して、大都市（たとえば上海）の政策は、「嫌貧愛富」のひと言で概括される。一方では、低所得者層の外来人口に対して、「暫住証」や「臨時居住証」を与えているが、それは単なる人口管理のための手段であり、付加価値がないものである。そして他方では、高所得者層の外来人口に対して、「不動産購入、投資、学歴」などの条件を設け、「ブルーマーク戸籍」や「人材類居住証」を発給し準市民待遇を与えている（1994-2002年）。2009年には、さらに都市戸籍への「入籍」政策をうちだした（陳雲・森田憲（2015）、第6章）。

以上述べたように、中国の都市化ははやい速度ですすんでいる。単純計算によると、毎年1,500万人の農村人口が都市に流入している。この状況を勘案して、多くの人びとは将来20年から30年にわたって、都市における不動産開発を楽観的にみている。

#### 4-2-(3) 資本市場の未発達と旺盛な不動産投資行動

2000年以降、不動産賃貸価格の年間上昇率は2%未満だが、しかし銀行の預金ならびに融資の利子率よりは高い。さらに他の投資手段（株式購入等）が少ないこと、不動産価格の急激な上昇等の要因が重なり、多くの資金が不動産市場に流入している。建設部による2004年の調査では、北京市の投資型購入は17%であり、当該投資型購入者のうち、28.5%は短期間に売却し、23.5%は貸出し、そして48%は空き家のまま価格上昇をまつという回答である。また、長江デルタ地域の主要な都市においても、投資型購入の比率は約20%に達している。2004年に上海で新規購入された住宅がその後2年以内に譲渡されるケースは「中古住宅販売量」の46.6%を占めている。近年、メディア等で取り上げられることの多い「温州炒房団」現象は投資現象の象徴的な存在である。（メディアの報道によると）私営企業の繁栄によって民間資金の豊富な温州市では、少なくとも10万人が投資目的で不動産売買を行っているといわれている。

中国国内における資本市場の未発達が不動産投資行動に拍車をかけた。同時にまた、高い利益率が実需資金まで吸収してきたのである。従来融資難に苦しむ民間製造業では、2008年以降にさらに金融危機に遭遇し、操業停止あるいは不動産業への資金の移転が多くみられた。

#### 4-2-(4) 外資の参入

外資是北京や上海等不動産市場が急速に成長している諸都市に集中し、その業務内容は不動産開発、仲介、販売および建物の管理等様々な分野におよんでいる。現在のところ主要な投資対象地域は上海や北京などの大都市だが、次第にその他諸都市に拡大している。そして主な投資物件は商業用施設、オフィス、高級住宅（マンション）等である。

2004年に中国の外貨準備高は2,070億米ドルに達した。このうち貿易黒字が319億米ドル、外資導入が606億米ドル、したがっていわば通常の経路による外貨獲得額は925億米ドルである。それ以外の1,145億米ドルは説明が困難だが、その大部分は投資目的の流入であると考えられる<sup>23</sup>。

<sup>23</sup> インターネットサイト「新浪房産」、2005年6月14日。

外資による不動産業への参入は2004年に最初の波が表れた。その後、金融危機をはさみ、2007年と2010年に第2、第3の波が出現した。2010年の11月だけで100をこえる外資開発企業が設立申請を提出した。この数値はその前2カ月の合計よりも多かった。これらの企業の大半は従来の沿海部大都市ではなく、中規模の都市で設立しようとしたものである。同時に、不動産投資における外資の成長も急速である。2010年1月－11月の期間に、国内資金が1兆1,245億元で25%の成長率だったが、外資は656億元であり59%の成長率だった。

表12と図10は、全国の外資直接投資に占める不動産投資の比率の推移である。外資による不動産への投資金額が2001年の51.4億ドルから2013年の288億ドルへと大きく増大した。外資直接投資に占める比率も2001年の11%から2013年の24.5%へと上がった。外資にとっての中国不動産開発業の魅力の大きさが明瞭である。

外資による中国の不動産投資の場合、少なくとも以下の3つの誘因が存在する。

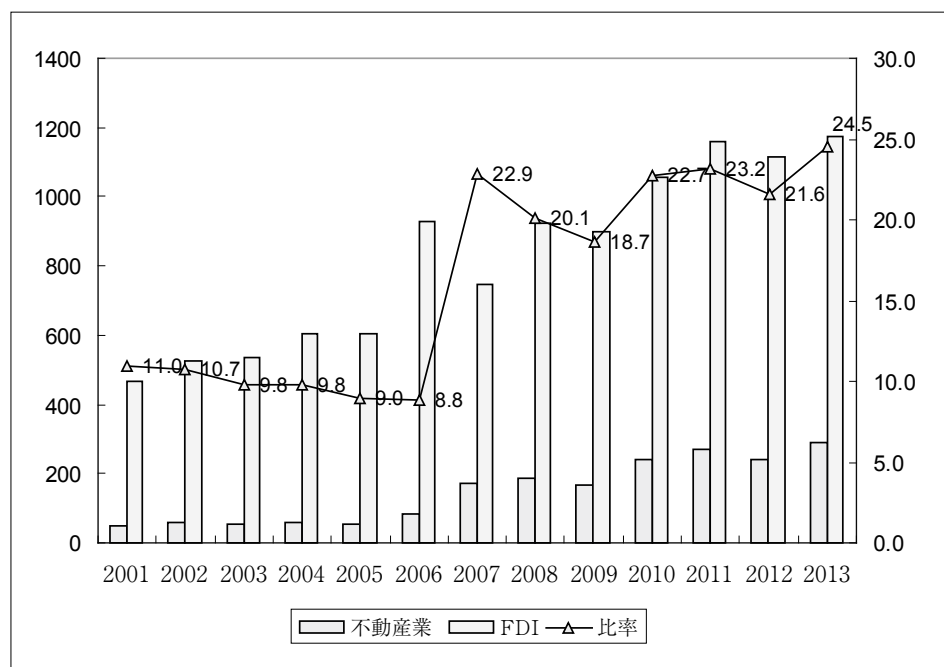
表12. 全国の外資直接投資に占める不動産投資の比率（実行ベース）

|                 | 2001  | 2002  | 2003 | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 2011    | 2012    | 2013    |
|-----------------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|
| FDI全体<br>(億ドル)  | 468.8 | 527.4 | 535  | 606.3 | 603.3 | 930.2 | 747.7 | 924   | 900.3 | 1,057 | 1,160.1 | 1,117.2 | 1,175.9 |
| 不動産業<br>(億ドル)   | 51.4  | 56.6  | 52.4 | 59.5  | 54.2  | 82.3  | 170.9 | 185.9 | 168   | 239.9 | 268.8   | 241.2   | 288     |
| 不動産業の<br>比率 (%) | 11.0  | 10.7  | 9.8  | 9.8   | 9.0   | 8.8   | 22.9  | 20.1  | 18.7  | 22.7  | 23.2    | 21.6    | 24.5    |

出所：『中国統計年鑑』各年版より作成。

図10. 全国の外資直接投資に占める不動産投資の比率（実行ベース）

（億ドル、%）



出所：『中国統計年鑑』各年版より作成。

第1に、過去30年の期間にわたって、中国のGDP成長率は世界の同時期の平均GDP成長率をおよそ2倍上回っている。高度成長に対する種々の期待が膨らんでおり、たとえば、急速な都市化の進展や所得増大に伴う需要の拡大等が多く予測されている。

第2に、低金利の影響である。2000年以降、米国経済の減速に伴い、米国連邦準備制度理事会は政策金利を下げつづけた。その影響で世界的に金利が下がり、大量の資金が市場において投資対象を探すようになったのである。そして新興市場としての中国に人気が集まり、とりわけ急成長をつづける不動産業の高い利益率に大量の資金がひき付けられることになった。

第3の誘因は、為替レートである。中国と世界各国との貿易規模が増大しつづけており、特に米国等との間に貿易摩擦が発生している。そして人民元の切り上げが現実の問題として浮上している。人民元の「管理フロート」はすでに事実上開始されている。したがって、外資による中国不動産の購入は、先に述べた高い利益率のみならず、人民元の増価によって、さらに高い利益が得られるという誘因が働くことになる<sup>24</sup>。

#### 4-3. 「地方政府の質」の影響

市場経済とはすなわち「資本主義」である。資本のもつ力を発揮させ、副作用を最小限に抑えるためには、政府はマクロ経済政策を適切に運用する能力を養うことが急務であろう。それこそ「国家能力」にほかならない。「国家能力」とは、ダイナミックな経済情勢に適切に対応し得る能力であり、財政収入に占める中央の比率を高めさせる（1994年の分税制導入の主な目的）ような静態的で安易な制度調整だけではすまないものである。

前提条件が存在する。政策の執行、役者たちの演出は、いずれも既存の制度的枠組みのなかで行われるものである。改革開放の時期に、中央集権から地方分権へとすすんだ中国の中央地方関係はいまだに安定した法的関係を築けず、「収」（権限の引き上げ）と「放」（権限の引き下げ）の循環が繰り返されてきた。また、1994年の分税制もあくまでも財税制改革であり、事務権や人事権との整合性は考慮されていない。三位一体の「地方自治制度」の整備こそ、超長期化する不動産バブルを是正する基本的な枠組みである。

不動産開発に関しては、おおむね2005年からマクロ抑制策をしばしば提出するようになったが、効果が現れているとはいえない。超長期化バブルが定着したのである。

---

<sup>24</sup> 投資資金の流入を防ぐために、2006年、国家外貨管理局は以下のような政策をうちだした。第1に、税制の面では、不動産業に進出する外資への優遇政策（所得税減免措置等）を取り消すこと。第2に、不動産関連企業の外資の比率および債務の規模を制限すること。第3に、資金流入および海外送金について制限措置を加えること。第4に、外貨管理の政策では、海外投資家を「非居住個人」と「非居住法人」とに区別すること等である。

さらに、建設部などの5つの部は「不動産市場における外資参入および管理に関する意見」（171号文書）を出し、海外投資家は外国の企業の名義で不動産を購入することができなくなった。そして、国内の不動産企業への株式投資やプロジェクト委託に対して、審査と許可を加えるという。

また、国家発展と改革委員会は、2011年に、「外資企業投資産業指導目録」を修正し、外資に対して、「土地の規模的開発（合資、合作にかぎる）、高級ホテル、高級オフィスビル、そして国際展示センターの建設、経営や、不動産二級市場（Secondary Market）取引および不動産仲介業務」等の分野への投資について、厳格に制限するという。しかし2014年になると、中国不動産市場全体は売れ残りが増え、様々な規制緩和措置が再びとられることになった。上に述べた諸項目は2014年末に再度修正され、上述の制限は解除された。

表13は、2002年以降の不動産調整政策の推移をまとめたものである。そこでは以下のような特徴がみられる。

(1) 2005年以降、基本的には「抑制策」の繰り返しだが「緩和策」もはさまれている。2008年の下半期および2014年以降はそれにあたっている。2008年は世界金融危機の時期であり、外資の流出が多くみられた。本来、不動産に進出した外資は限られた大都市にしか投資しておらず、中国全体の不動産投資に占める比率は小さい（前掲表8）。したがって、2008年の流出は沿海部大都市の不動産業に影響がみられた——実際の金額よりもむしろ心理的な影響が大きかった（前掲表9）。刺激策はそうした背景のもとで展開された。一方、輸出志向の沿海部製造業は海外市場縮小の影響を受けて利潤の縮小を余儀なくされ、操業停止や不動産への資金の移動が多くみられることとなった。

2014年以降の緩和策は2015年現在までつづいている。しかし、現在の市場ではその風景が分かれている。大都市の市街地では基本的に景気が維持されているのに対して、大都市の郊外部や中小都市では売れ残り現象の深刻度が増しているのである。

これは地域格差（「中国モデル」の最大の特徴）がもたらした影響であろう。地域格差が持続されれば、より多くの人びとや富が限られた地域に集中し、それによって作られた「不動産市場の風景」の2極化も定着するだろう。

(2) バブル化した不動産市場を抑制しようとするのが政策的基調である。しかし、興味深いことに、中央および地方政府は「土地の独占的供給体制」に執念をみせたのである。農村の集団所有の土地の市場取引や「小産権房」の承認拒否はそれに該当する。本来、多数の売手が存在すれば、土地の価格は非人為的に下がり、不動産価格は是正につながるはずである。しかし、そうしたメカニズムの導入に「ノー」をいいつづける理由は、ほかでもない、地方政府の土地財政が不動産バブルに依存しているからである。「自分で自分を是正する」ことは到底できない。

地方政府の質の影響について、具体的には以下の4点があげられる。すなわち、(1) 保障型住宅供給の不足は住宅市場の構造に歪みをもたらした。(2) 分税制は財政権の中央集権化をもたらし、下位地方政府に至るほど大きな「財政権と事務権の非対称性」が生まれた。資金渴望症の重大な原因でもある。(3) 土地の独占的供給（地方政府中心）体制は、土地財政の深刻化を促した。それはさらに不動産価格の高値および固定化につながった。(4) その延長線上で、地方政府の債務が膨らみ、マクロ経済への長期的な影響が払拭できていない。

#### 4－3－(1) 保障型住宅供給の不足

現在の住宅供給システムは、市場と政府それぞれをつうじた、ふたつの部分から構成されている。ひとつは「市場供給システム」であり、もうひとつは「保障型供給システム」である。現在中国の不動産市場の根本的な問題は、「過度な市場化」のもとで、「保障型供給システム」が十分な機能をはたしているとはいえないということである。「政府の出動」がなければ、健全な「不動産市場」を構築していくことは困難である。

「保障型供給システム」の欠落によってすべての住民を（不動産）「市場」に押しつけ、過剰流動性の供給をつうじて大量の「需要」を人為的に作り出し、市場を過熱化させる結果となっている。

バブルの生成要因として、「集団行動のロジック」が主張されることがある。人間は不完全な

表13. 2002年以降の不動産調整政策の推移

| 時間／性格                  | 内容  | 市場反応   |
|------------------------|---|--|
| 2002 刺激策               | それまで全国的に適用してきた「中国人向け販売住宅」と「外国人向け販売住宅」の区分を解消。中国は数少ない外資の不動産投資に対する制限のほとんど存在しない国となった。   | 住宅市場を刺激。   |
| 2005 抑制策               | 「国8条」が3月と5月に2度にわたり出された；9月、銀行業監督委員会は212号文書で不動産信用貸付の緊縮を宣言。  | 幾多の分譲マンションが値を下げたが、住宅の価格全体は依然として上昇。北京、深圳等の大都市は特に上昇率が高い。                     |
| 2006 抑制策               | 「国6条」：低価格の住宅を重点的に開発。<br>「国15条」：90㎡以下のユニットは開発プロジェクトの7割を占めなければならないと規定、「70/90政策」と称された。   | 住宅価格が継続的に上昇、上昇率がやや低下。中小の面積の住宅供給が増えた。                                       |
| 2007 抑制策               | 「商業化不動産信用貸付の管理を強化する通知」が出され、「9・27房貸新政」と称された。   | 上半期：住宅価格急上昇。土地競売で超高値続出。新政策後：市場の価格と取引量に影響が大きい。                              |
| 2008 抑制策から緩和策へ         | 上半期：「国8条」の具体化として、「住宅購入制限」政策が発表された。各地で実施案を制定。戸籍住民と非戸籍住民を区別し、2軒目の住宅を購入する際の条件を提示。<br>下半期：2軒目の住宅購入に対する規制を緩和した。住宅転売の際の営業税減税を発表。<br>12月21日、国務院は不動産開発を支援する「国13条」を発表。   | 上半期：2007年の新政策後、市場価格と取引量がともに大きく下落した。<br>下半期：規制緩和策へと方向転換。翌年の不動産市場の好景気につながった。 |
| 2009 抑制策               | 10月24日、「国4条」：個人住宅の転売に関する営業税の免税条件を、もち時間2年からもち時間5年へと戻した。  | 中古住宅の取引量が減少。2010年春節前後に、市場の景気が戻った。  |
| 2010 抑制策               | 史上最も厳しい抑制策の出現：<br>1月10日、国務院「国11条」：2軒目の住宅の頭金の比率は40%を下回ってはならない。<br>4月15日、さらに50%へと引上げ。ローンの利率は基準利率の1.1倍を下回ってはならない。<br>4月17日、「新国10条」：住宅価格上昇率の大きい都市では、商業銀行はリスクに応じて、3軒目（およびそれ以上）の住宅への融資を停止できる。<br>各地で購入制限政策が続出。<br>上海と重慶で不動産税を試行することを決定。 | 土地競売で超高値が依然として続出、3月以後、住宅価格の急上昇がみられた。                                       |
| 2011 抑制策               | 「新国8条」：2軒目の頭金の比率が60%へさらに引き上げ、融資利率が基準利率の1.1倍へ。上海と重慶では不動産税の試行が正式に開始。  | 市場価格が引きつづき上昇。  |
| 2012 抑制策、しかし土地供給の独占を堅持 | 2月、住宅建設部は不動産税試行範囲の拡大を明言。<br>国土部は「小产权房」（農村集団所有の土地で作られた住宅）を厳しく取り締まる政策を出した。  | 沿海部の大都市の住宅価格が継続して上昇。   |
| 2013 抑制策               | 2月、「新国5条」：購入制限策を堅持、各地の年度目標を提示するように要求。<br>3月、国務院「不動産市場の調整問題に関する通知」で、2軒目住宅の個人所得税徴収基準を総額の1%から（購入価格と転売価格の）差額の20%に変更。  | 上半期：開発業者の値下げが一般化し、価格の上昇率が緩慢となる。  |
| 2014 緩和策               | 各地で購入制限策の緩和が続出。<br>9月30日、中央銀行は1軒目の住宅のローンが返済済みの家計に対して、2軒目の住宅購入の際の融資策に1軒目の住宅の融資策が適用されると発表。  | 各地で取引量が上昇。   |
| 2015 緩和策               | 3月、中央銀行、住宅建設部、銀行業監督委員会共同で公文書を発表：全国で2軒目の住宅の頭金を4割に下げる。<br>財政部：個人住宅転売の際の営業税免税条件を5年から2年に下げる。  | 大都市と中小の都市で、市場の様子が分かれた。前者は景気維持、後者は売れ残り現象が一般化。                               |

出所：各種資料より作成。

情報と知識のもとで、「合理的」だと認識される行動を選択する。政策当局にとっては、国民ひとりひとりの知識や教養、おかれている環境における情報供給システムの健全化につとめることが重要である。

上海の場合、廉価住宅の保障には「現金補助」と「実物支給」というふたつの手段がある。上海市政府が保有する実物の廉価賃貸住宅はきわめて限られている。2012年、上海各区県が新しく5,000戸の賃貸住宅を確保した。主に郊外で新しく開発された大規模住宅団地の一部である（浦東新区の三林、航頭、周浦、閔行区の浦江、宝山区の顧村、廟行、嘉定区の江橋、南翔、青浦区の華新などに位置している）。しかし、市街地から離れているため、生活関連施設や交通事情などは便利とはいえない。

現金補助の面では、近年、上海住宅賃貸市場の家賃が値上がり傾向にあり、政府の予算がそれほど増えていないため、政府による補助の基準が市場に比べて低いのが現状である。2013年、市場価格（家賃）が高まるなかで、上海市は補助金額にランクをつけ、各世帯の支払能力に応じて、補助金設定が異なるという合理化案を提出した。

つまり、皮肉なことに、高騰した不動産価格が結局は地方政府の財政を圧迫し、さらに窮地に陥れているといえる（不動産価格の高騰は、地方政府が加担したものといわざるを得ない）。これは、歪んだ不動産市場が地方政府に跳ね返った「悪果」であろう。

総じて、住宅市場の最大の歪みは構造的な供給不足である。とりわけ政策保障型住宅の供給不足が深刻である。

2015年現在、商品化住宅の売れ残りが拡大しているなかで、政府は財政資金で当該物件を購入し「保障型住宅」として利用する動きが出ている。しかしその目的は、保障型住宅の供給という政府責任の遂行というより、不動産販売促進対策と考えられているように思われる。

#### 4－3－(2) 分税制の影響

現状（2015年）の「予算法」によると、地方政府は予算の収支均衡を図り、赤字は許されていない。むしろ地方債の発行権も保有していない。しかし一方で、地方政府は、資金渴望症に罹っているといっても過言ではない。「地方政府の資金渴望症」の誘因は何だろうか。

第1に、分税制の影響が大きい。1994年「分税制」導入の目的は、地方分権のもとで弱体化した中央政府の財政能力の強化にあった（「国家能力」という言葉がさかんに使われた）。地方利益に奔走する一部豊かな地域の地方政府を牽制することが緊急の課題であった。分税制の結果として、GDPに占める財政収入の比率および財政収入に占める中央の比率がともに上昇した（後者は1年の間に、20数%から50%台へ急上昇した）。

1994年の分税制導入以降、下位の地方政府ほど「事務権と財政権の非対称性」問題が深刻化した（陳雲・森田憲（2009））。後になると、「戸籍商品化」や「土地財政」の誘因となった。そのなかで、国有投融资公司をつうじた銀行融資や信託、債券、BT（Build-Transfer）は「隠れた地方債務」化している。

第2に、地方財政支出を逼迫させる誘因として、次の3点をあげておく必要がある。ひとつは、2008年以降、金融危機に対処するために、中央政府は4兆元の財政出動を行い、その際に地方政府にも出資を要求した。この事態は地方の資金不足に拍車をかけることになった。2番目は、第11次5カ年計画以降、民生問題（公共サービス）への支出が急増し（たとえば、連続した養老

年金の引き上げ)、その出資責任は主に地方政府に求められた。3番目は、重慶市や成都市に代表される大都市では、大規模な工業化、都市化計画を作成しており、そのために大がかりな「農転非」戸籍改革を展開してきた。そうした側面での所要資金も巨額なものになっている(陳雲・森田憲(2014)参照)。

#### 4-3-(3) 土地の独占的供給体制

1990年代半ば以降土地の商業化が認められることとなった。その際の土地譲渡の主体は地方政府である<sup>25</sup>。しかも土地譲渡金は地方政府の「予算外収入」であり、中央へ上納する必要がないため、「土地財政」はまたたく間に地方政府の「大好物」になった。

2003年の上海の土地譲渡による財政収入は216億元に達している。上海地方財政総収入の24%、上海都市基本建設投資額の36%に相当する。2003年の上海の土地財政収入は1998年の香港にこそ匹敵できなかったものの、その他の年(1997年を含む)の香港より高い<sup>26</sup>。

都市部において、旧家屋の撤去・建直しは、住宅需要を新しく生み出す重要な源泉となっている。このうち、従来の公有住宅の老朽化や住民による生活環境改善の要求、あるいは都市インフラ建設、都市再整備需要等によって行われた必要不可欠な撤去もあれば、地方政府が「土地譲渡金」取得を目的として行われた「過剰な撤去」も存在する。特に後者が原因で、各地の不動産開発が過熱したことに注目が集まっている。

ちなみに、2012年の地方政府総合財力のうち、「基金収入」(土地譲渡金)による収入は3.4兆元であり、総合財力の24%に相当する(表14)。

土地の独占的供給への執着は、農村の集団所有の土地の市場取引、そして「小産権房」への合法性承認拒絶によく表れている。「小産権房」の承認は、従来の地方政府による土地の独占的供給体制の崩壊を意味するが、一方で住宅供給の拡大、住宅価格の低下につながるメリットは大きい。「土地財政」への過剰な依存が、政府の保守的な態度を決定的にしている。

表15は上海における住宅と土地に関する各種価格指数の推移である(そのうち、不動産販売価格指数は2009年以降公表されなくなった)。2002-2008年の販売価格指数と賃貸価格指数を比較してみると、住宅販売価格指数は住宅賃貸価格指数を大きく上回っているのがわかる。仮需目的で大量に購入された住宅が市場で賃貸に回され、家賃の上昇幅を抑えたものと思われる。この事情は「群租」現象に火をつける一因ともなった(陳雲・森田憲(2015)、第6章参照)。一方、土地取引価格指数の上昇も住宅価格同様に急激である。特に住宅用地の取引価格指数は「住宅販売価格指数」と比例して上昇してきたことがわかる。その上昇の勢いはとどまるところを知らず、2013年には368となった。

<sup>25</sup> 中国では、土地使用権の譲渡において「二重構造」が広範にみられる。すなわち、「住宅用地」の値上げ競争(競売手段の導入をつうじて)と「工業用地」の値下げ競争(協議方式をつうじて)の並存である。このような奇妙な現象は各レベルの地方政府主導のもとで行われ、体制移行の中国を観察する格好の事例となっている。

<sup>26</sup> 陶冬「上海不動産市場が政策の圧力を受け、成長動力を緩めた」、『中国不動産報』(2005年6月9日)。



表14. 中央と地方財政収入状況

(億元)

| 項 目         | 2010年      | 2011年      | 2012年      |
|-------------|------------|------------|------------|
| <b>GDP</b>  | 401,512.80 | 473,104.05 | 518,942.00 |
| 全国総合財力      | 118,862.26 | 145,099.64 | 154,726.76 |
| 公共予算収入      | 83,080.32  | 103,740.01 | 117,209.75 |
| 政府基金収入      | 35,781.94  | 41,359.63  | 37,517.01  |
| 中央政府総合財力    | 45,646.09  | 54,432.08  | 59,445.86  |
| 公共予算収入      | 42,470.52  | 51,306.15  | 56,132.42  |
| 政府基金収入      | 3,175.57   | 3,125.93   | 3,313.44   |
| 地方政府総合財力    | 106,298.50 | 131,514.14 | 141,843.83 |
| 地方公共予算収入    | 40,609.80  | 52,433.86  | 61,077.33  |
| 中央税収返還と財政移転 | 32,349.63  | 39,899.96  | 45,383.47  |
| 地方政府基金収入    | 32,606.37  | 38,233.70  | 34,203.57  |
| 中央対地方政府基金移転 | 732.7      | 946.62     | 1,179.46   |

注：①全国総合財力＝全国公共予算財政収入＋全国政府基金収入

②中央政府総合財力＝中央政府公共予算財政収入＋中央政府基金収入

出所：中央と地方政府財政予算決算報告（2010-2012年）より、中債資信評価有限公司（China Credit Rating）作成資料。

表15. 上海における住宅と土地に関する各種価格指数（2000年＝100）

|           | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 不動産販売価格指数 | 104.4 | 112.0 | 134.5 | 155.9 | 171.1 | 168.9 | 174.6 | 185.0 |       |       |       |       |       |
| 新築        | 101.8 | 110.1 | 132.7 | 153.7 | 167.8 | 162.8 | 167.8 | 176.8 |       |       |       |       |       |
| 住 宅       | 102.1 | 111.0 | 134.7 | 156.0 | 170.4 | 165.0 | 170.6 | 180.4 |       |       |       |       |       |
| 非住宅       | 98.3  | 102.0 | 114.0 | 132.3 | 143.6 | 141.6 | 144.6 | 150.3 |       |       |       |       |       |
| 中古        | 110.8 | 117.1 | 142.4 | 167.3 | 185.1 | 188.4 | 195.6 | 208.9 |       |       |       |       |       |
| 不動産賃貸価格指数 | 104.9 | 103.9 | 106.0 | 111.9 | 115.9 | 120.6 | 126.7 | 132.6 | 133.4 | 139.3 | 148.6 | 157.2 | 165.4 |
| 住宅        | 107.4 | 107.4 | 108.7 | 110.1 | 113.7 | 116.4 | 123.9 | 129.2 | 129.6 | 135.9 | 145.0 | 153.4 | 161.4 |
| オフィス      | 98.6  | 97.9  | 103.0 | 110.1 | 117.2 | 121.6 | 127.1 | 134.2 |       |       |       |       |       |
| 商業用       | 107.2 | 104.0 | 102.8 | 110.4 | 111.4 | 118.2 | 125.1 | 131.3 |       |       |       |       |       |
| その他       | 118.8 | 121.2 | 125.5 | 131.8 | 33.7  | 135.1 | 137.2 | 137.2 |       |       |       |       |       |
| 土地取引価格指数  | 97.2  | 103.3 | 118.9 | 143.1 | 153.0 | 154.8 | 166.9 | 180.0 | 184.0 | 218.7 | 255.9 | 267.4 | 295.2 |
| 住宅用地      | 92.2  | 102.3 | 125.1 | 161.8 | 170.6 | 169.7 | 177.2 | 189.5 | 195.0 | 246.5 | 279.5 | 289.8 | 368.0 |
| 工業用地      | 91.6  | 82.7  | 84.0  | 85.1  | 88.3  | 90.8  | 103.4 | 110.9 | 112.8 | 129.8 | 154.6 | 161.4 | 163.0 |

出所：『上海統計年鑑』各年版。

## 4－3－(4) 地方債務の膨大化

地方債務の膨大化は、土地財政と双子のような関係にある。土地は競売に出すほかに、土地を収用・備蓄し、銀行融資を担保する格好の資産になる。同時に、国有銀行地方支店に対する地方政府の影響力が強いことも双子の要因である。

中国では四大国有銀行があるが、1990年代の初頭まで、地方政府は地方に立地する銀行の人事

権に介入していた。1993年に銀行法の制定により、法律上は地方銀行の頭取の任命権は地方政府から取り上げられたが、2015年現在も銀行に対する地方政府の影響力が強いといえる。

このように、「資金渴望症」に罹った地方政府が投融資会社を作り、迂回した経路で借金を行っていくことはむしろ当然である。中央銀行が2013年6月に公表した『2010年中国地域金融運営報告』によれば、2010年末までに、中国全土に地方投融資会社は1万社余り存在し、2008年末に比較して25%増加している。

それでは、地方債務の規模および特徴はどうだろうか。中国審計署は2011年から3年連続して地方政府の債務を審査した。中国審計署が発布した2011年第35号公告、2013年第32号公告によると、以下の事実がわかる。

2013年6月までの全国政府債務総額は30.27兆元（2010年比73.27%増）である。そのうち、中央政府の債務が12.38兆元（同83.30%増）、地方債務規模17.89兆元（同66.93%増）である。全国債務比率（全国の政府債務残高／GDP）でみると、国際的警戒ラインの60%に近い53.51%に達していることが明らかである。

2013年6月末まで、省、市、県政府の債務残高はそれぞれ5兆1,939.75億元（2010年比61.75%増）、7兆2,902.44億元（同56.34%増）、5兆4,119.18億元（同77.34%増）である。上記のうち、県レベルの地方債務増加率が最も大きい、市レベルの地方債務が全体の40.75%を占め、依然として地方債務の主体であることに変わりはない（表16）。

それは何を意味するのだろうか。当面の分税制のもとで、低いレベルの地方政府ほど、「財政権と事務権の非対称性」が深刻であり、当該地方政府はより多くの借金をしなければならない状況にある。また低いレベルの地方政府ほど、「直接償還責任のある債務」<sup>27</sup>の比率が大きいのが特徴である。2013年6月末までの省、市、県、郷・鎮政府において、「直接償還責任のある債務」の比率はそれぞれ34.23%、66.44%、78.49%、84.18%である。

表16. 各レベル地方政府の負債比率（2010年と2012年の比較）

| レベル   | 2010年        |        | 2013年6月      |        |                      |
|-------|--------------|--------|--------------|--------|----------------------|
|       | 債務残高<br>(億元) | 比率 (%) | 債務残高<br>(億元) | 比率 (%) | 2012/2010<br>増加率 (%) |
| 総額    | 107,174.91   | 100    | 178,908.66   | 100    | 66.93                |
| 省レベル  | 32,111.94    | 29.96  | 51,939.75    | 29.03  | 61.75                |
| 市レベル  | 46,632.06    | 43.51  | 72,902.44    | 40.75  | 56.34                |
| 県レベル  | 28,430.91    | 26.53  | 50,419.18    | 28.18  | 77.34                |
| 郷鎮レベル | —            | —      | 3,647.29     | 2.04   | —                    |

出所：中国審計署2011年第35号公告、2013年第32号公告より、中債資信評価有限公司（China Credit Rating）作成資料。

地方債務の負債主体は様々だが、最も重要なのは「地方投融資会社」である。2010年以降中央政府は、地方投融資会社の拡張行為を警戒し、整理整頓を要求した。この影響で、一部の地方の投融資会社はほかの投資主体による資本注入を受け、変身をとげた。その結果、2010年に比べ、地方投融資会社の占める率は7.42ポイント低下した—低下した部分の債務は、ほかの国有独資会社あるいは国有ホールディング会社へ移転された可能性が大きい。しかしそれにしても、債務全体

<sup>27</sup> 政府債務はおおむね3種類に分けられる。すなわち、「直接償還責任のある債務」、「担保責任のある債務」、それに「一定の救助責任のある債務」である。

における地方投融资公司による銀行融資の比率が依然として最も大きい。

地方政府の融資手段が多様化し、しかも隠蔽的な方向へ変わっていくのが大きな特徴である。2013年6月まで、銀行融資、BT、債券発行、信託融資がそれぞれ債務総額の56.56%、8.25%、10.32%、7.97%を占めている。中央政府の警戒と警告が強化されるなかであって、投融资公司への整理整頓が実施され、銀行融資の比率は2010年に比べて22.45ポイント低下した。しかし、依然として最重要な融資手段であることに変わりはない。他方、地方政府は銀行融資より隠蔽性のある融資手段を求め、債務を拡大しつづける——BTや債権、信託などは新種の「地方債」として浮上した。いうまでもなく、そうした融資の場合、従来の銀行融資に比べて融資コストがさらに高くなる。

地方債務が膨らむなかで、2014年には返済のピーク期を迎えた——償還期限となる地方債務の規模は3兆5,681.13億元で、債務総額の19.94%に相当する。それでは、地方政府は何によって債務の償還をするのかというと、主として土地譲渡金である。2010年と2012年末、地方政府が承諾した土地譲渡金による償還債務（償還責任のある債務）の規模は2兆5,473.51億元と3兆4,865.24億元であり、それぞれ総規模の37.96%および37.23%に該当する。土地譲渡金への高い依存度はまたもや重大な問題となる——いうまでもなく土地財政を止められないということを意味する。

#### 4-4. まとめ

以上の諸要因の共同作用によって中国の不動産バブルは超長期化し、不動産価格は高値かつ固定化されたままである。2005年以降、不動産価格を抑圧するための政策が嵐のように度々登場したが、顕著な効果はなかった。その最大の理由は、「土地財政」絡みであると思われる。「土地譲渡金」に依存する地方政府の財政状況が変わらない限り、政府利益絡みの不動産価格の下落は阻止されるほかはない。

都市化のインパクトはほかの発展途上国にもみられる「一般的」（規模は異なるが）なものだが、権威主義体制下の「地方政府の質」は中国の特殊性といえよう。以上述べてきたように、「破綻しにくいバブル」の背後に、地方政府の重要な利益が絡んでいることは明瞭である。土地譲渡金や各種税および費目を加算すると、政府は不動産価格のおおむね7割を手に入れているといわれる<sup>28</sup>。

中央政府もこのディレンマを認識しており、脱却策を考案しはじめた。2011年1月から、上海と重慶で「不動産保有税」の試行が行われた。上海の実行案では、税率を0.6%とし、徴収対象は地元戸籍住民による「2軒目の住宅購入」、および非戸籍住民の新規購入である。重慶の実行案では、個人がもつ一戸建てや新規購入の高級マンション、そして「非地元戸籍、無職」の個人による新規購入である。この2大都市の試行は4年経過したが、それほどの影響はみられない。しかしこうした方向に向けた法律の制定が着々とすすめられている。2013年11月、「中国共産党による改革を全面的に深化させるための決定」のなかで、「不動産保有税」（房地產税）の法律準備問題にはじめて言及している。2015年8月、全人代常務委員会によって今後の立法計画が発表されており、そのなかに「不動産保有税」が含まれている。法律の通過および実施は2017年以降とみなされている。

不動産保有税の狙いは2点である。第1は、地方政府への安定的な財源の拠出である（土地財

<sup>28</sup> 脚注13参照。

政からの脱却)。そして第2は、過剰な不動産投資行動の抑制である。

新しい「不動産保有税」は、不動産開発、取引および利用のすべての段階の関連税制を見直し、取引段階の税を軽減し、保有段階の税を重くするという方針を定めている。

## 5. 結論

### 5-1. 都市の不動産開発に関わる諸問題・諸関係の整理

中国の不動産開発において、「過剰な市場化」あるいは構造的な歪みが顕著である。

長期化バブルという舞台において、以下のような諸関係が複雑に絡んでいることがわかる（前掲図4参照）。

第1に、「政府と市場」の関係を表しているのは、「土地財政」と「官商癒着」の誘惑、大都市のビジネス・コストの急激な上昇、そして中国中産階級の「裏切り」である。

まず、権力に伴うレントを求めて、短期的な自己利益を求める政府官僚たちの影がうかがわれる。2015年の段階で、「土地譲渡金」は地方政府の重要な財政収入源となっている。70年間の土地使用金を一括で徴収できるため、地方政府は土地供給の独占体制維持に執念をみせてきた。それと同時にまた、保障型住宅の供給には消極的な態度をつづけてきた。

そして、「官商一体」の癒着構造もこの段階の特徴である。不動産業は腐敗の温床と化している。近年行われた腐敗摘発のなかで、「不動産爺」、「不動産婆」、「不動産姉ちゃん」、「不動産叔父」等々が数多く出現した。そのなかのかなりの部分は、ネット民によるソーシャルメディアでの情報提供である。その後、地元検察機関や、紀律委員会がはじめて介入し調査を行うというパターンである。腐敗の一掃は、制度の再構築なくしては実現できない。

次に、不動産バブルが長期化するなかで、上海のような大都市のビジネス・コストの高騰が懸念されている。高級オフィスの家賃はシンガポールやニューヨークを上回っている。生活およびビジネス・コストの高騰によって、企業の移転が顕著な現象となっている。地方政府にとって放置できない問題であろう。

さらに、興味深い現象は、近年中国の中産階級の海外移民がさかんになりつつあるということである。消費者である彼らの「足による投票」は、バブルという心理的ゲームの崩壊のはじまりだろうか。中国はこれまでの10年間に、海外資本による不動産業への流入を経験してきたが、いまや資本の流れる方向が変わりつつある。中国国内資本の海外流出に伴い、中国の超長期化不動産バブルがいよいよ終焉に向かうだろうか。注意して見守る必要があるだろう。

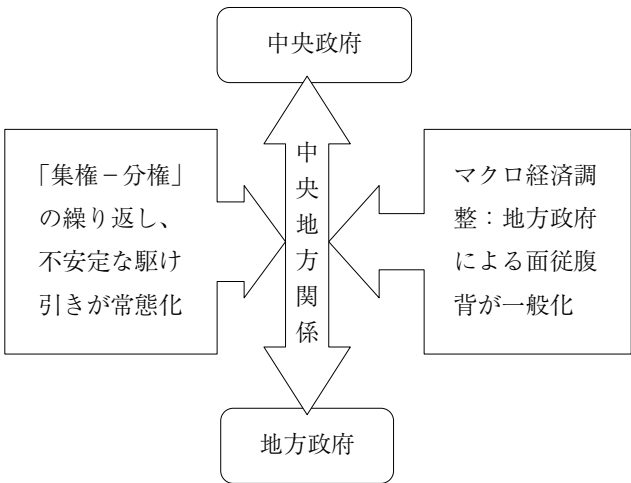
第2に、中央政府と地方政府との「格闘」が明瞭だということである。

中央政府はマクロ経済の健全化を目標とする一方、地方政府は「地方利益の最大化」を目標とする。地方政府は、「財政収入増加率」や「GDP成長率」を求め、不動産開発における一種の「利益団体」化している。中央の調整策を無視する「面従腹背」の姿が実に興味深い（図11）。権力の一本化を実現した共産党政権のもとでは、本来上下の関係は「指導」と「服従」のはずだが、1980年代以降の改革開放政策のもとで市場化がすすみ、地方分権を余儀なくされた。中央政府は、地方政府の暴走ともいえる行為に歯止めをかけるという課題に悩まされている。従来の「指導」の方式だけでは限界があり、むしろ中央政府－地方政府間の新たな関係作りに挑戦する

必要があるだろう。「地方自治制度」の推進により、中央地方関係を法制化させることが不可欠である。

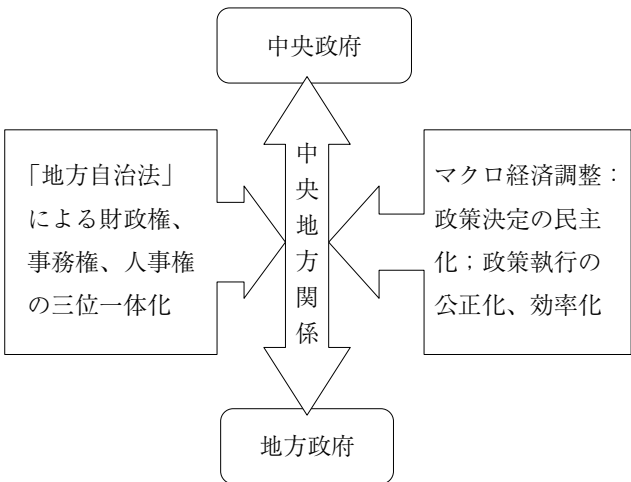
われわれは、憲法上の「地方自治制度」の導入をすすめたい——財政権、事務権そして人事権について、各レベルの政府に権限と責任を整合的にもたせ、そして、監視の権限を普遍的な意味での「国民」におくのである。このように、制度的インセンティブが変化すれば、中央政府が今のような「消火活動」をしなくても、各地域で自立的なコントロール秩序が次第に形成されるようになる（図12）。

図11. 権威主義開発体制下の中央—地方関係



出所：筆者作成

図12. 法による支配体制下における中央—地方関係



出所：筆者作成

第3に、この「格闘」が物語っているのは経済体制改革と政治体制改革が不可分だということである。従来の「政経分離」の改革路線が曲がり角に差しかかっているともいえる。

東アジアモデル諸国で観察された、経済体制の近代化が政治体制の民主化を促す移行のロジックは、これからの中国に実現可能だろうか（森田憲・陳雲（2009）、第3章）。超大規模国家中国の実践はまさに「危険な飛躍」といえる。

第4は、国内経済と国際経済が一体化しつつあるということである。2001年12月のWTO加盟以降加速した中国経済のグローバル化の兆候は、不動産開発の場合にも明らかに観察される。

WTO加盟以降の中国では、国際経済に関係する幾つかの中央官僚組織に対する「換血」の趨勢が積極的にみられた（中央銀行などいくつかの経済の核心部門での重要な人事の任命には、黨員か否かを問わず、また「学者型官僚」の抜擢現象がみられた）。「経済体制の改革の深化は政治体制の改革をよぶ」——このような古典的現代化理論は中国において不十分ながら、一部みられた——「現実追従型体制移行」の表れである。

## 5－2．日本との比較の視点で何がみえるか

現在のところ、バブルの発生をめぐってもまたバブルの崩壊をめぐっても、必ずしも十分な理論的分析の蓄積が存在しているわけではない。しかし、バブルの発生を止めることは難しくかついったん発生すると、その崩壊後もかなりの期間にわたって深刻な後遺症を残している。そしてバブルの対処策は基本的には、市場の整備によるところが大きいだろう。特に、現在のようなグローバル化の状況で、バブルの発生はつねに「無国籍」の性質をもち、国際的なスケールで展開していく。ある一国の経済情勢が国際経済に深刻な影響を与えるケースと、国際経済情勢がある特定の地域あるいは国に大きな影響を及ぼすケースが頻繁に起きている、といえる。

中国経済の過熱状態の指摘とバブルが崩壊する危険性の指摘は、これまでしばしばなされてきている。1980年代末の日本のバブルを意識した上での議論も多い。このような問題意識の早期の発芽も一種の「後発的利益」であり、「バブルが弾けるまで」ほとんど誰もバブルと認識していなかったという日本の状況とは明らかに異なっている<sup>29</sup>。（今からふりかえてみると）ようやく1990年3月時点で「総量規制」に乗り出した日本政府の対応のような認識の遅れはみられない。

中国のバブルは「超長期化」という点で、これまでの先進国におけるバブルと異なる性格をもっている。バブルの発生要因について、東アジアモデル諸国に似通っている一面があると同時に、「超長期化」を支える独自の制度的構造も存在する。

東アジア開発モデルの特徴は、輸出志向型の産業政策と貿易政策が採用され、大きな規模の貿易黒字と外資流入によって、本国通貨の切り上げ圧力を受けるようになったということであり、

<sup>29</sup> たとえば小宮（2006）は、「日本の「バブル経済」当時、経済界・証券界の人々、政策担当者、経済学者のほとんどは（私も）、それが弾ける間際までそれがバブルであることを認識していなかった」（202頁）と述べている。あるいはまた、野口（1992）は次のような「内容分析」を行っている。『日本経済新聞』紙上に「バブル」という言葉が使われた記事の件数をみたのである。それによれば、1989年に至るまで「バブル」という言葉が使われた記事はほとんど存在していなかったことがわかる。そして「バブル」という言葉が頻繁に使われはじめるのは、1991年に入ってからである。当時の経済企画庁の発表のように、いわゆる平成景気を「バブル景気」と考えるとすれば、その終了（バブルの崩壊）時期のひとつの解釈は1991年4月だから、「バブル」という言葉が使われはじめるのは、ほぼバブルが弾ける前後であり、小宮（2006）が述べている状況と一致している。

それが投機資金流入の誘因となったということである。同時にまた現在の中国では、(貿易摩擦の軽減という目的を含めて) 内需拡大のための低金利政策がとられている(実質マイナス金利がつづいてきた)。これらの諸現象は、1980年代後半の日本に似ている。

中国では現在、先進諸国がこれまで経験してきた発展段階が複合的に顕在化しており、しかも「体制移行」という新しい局面が加わっている。

日本との相違点について、以下の2点をあげておきたい。

(1) 1980年代の日本は先進国の仲間入りをはたし、「成長の共有」を実現した(「一億総中流」といわれた)のに対して、中国は国内の様々な経済格差に直面している。地域格差が「流動革命」(これも長期化した)をひき起こし、都市部の不動産市場のニーズの高まりにつながった。

(2) 同じ政府主導の開発モデルといっても、日本と中国では体制の面で大きな相違が認められる。民主主義体制が確立された第二次世界大戦後の日本では、普通選挙制度や、三権分立および地方自治制度が確立され、民生に関わる諸問題(たとえば、住宅、交通、環境、教育等)は選挙キャンペーンにおいてつねに焦点となり、有効な政策の構築につながってきた。それに対して、「共産党指導下の多党協力体制」を実施している中国では、権力に対する本格的かつ有効な監督体制がまだできていない。そのために、上述したような様々な民生に関わる諸問題が経済成長とともに次第に浮き彫りになってきている。

不動産バブルに関して、2005年以降現在にかけて中国政府は様々な措置を講じてきたが、基本的には、立憲主義体制が十分に組み込まれておらず、地方自治体制も未確立な現状では、政策的措置が不満足にしか機能しない。

「バブルの長期化」は権威主義体制に関連する一種の「危険な安定」といわざるを得ない。「危険な安定」のバランスが崩れると、(1980年代末の天安門事件のように) 社会的および政治的不安定も連動して起こりかねない。正に「国家能力」が問われる正念場である。

(\*) 本稿に関する研究を行うにあたって、(順不同に)「中国国家社会科学基金」(課題番号: 11BZZ043)、「復旦大学陳樹渠比較政治研究センター」2014年度助成金をいただいた。上記諸事業に対して、この場をお借りして、厚くお礼を申し上げたい。

陳 雲: 復旦大学国際関係與公共事務学院教授

森田 憲: 広島大学名誉教授

## 参考文献

Baddeley, M. and J. McCombie (2001), "An Historical Perspective on Speculative Bubbles and Financial Crises: Tulipmania and the South Sea Bubble", Arestis, P., Baddeley, M., and J. McCombie (eds), *What Global Economic Crisis?*, New York, Palgrave, pp. 219-243.

陳雲 (2006)、「上海郊外区県の都市化、産業化および農民の所得変動－「三つの集中」方針をめぐる政策的考察」、新藤宗幸 (監修)、五石敬路 (編)、『東アジア大都市のグローバル化と二極

分化』、東京、国際書院、71-127頁。

Chen, Yun (2009), *Transition and Development in China: Towards Shared Growth*, Farnham, Ashgate Publishing.

陳雲・森田憲 (2009)、「中国における分税制下の中央地方関係：立憲地方自治制度のすすめ」、『広島大学経済論叢』、第33巻第1号（7月）、1-48頁。

陳雲・森田憲 (2010)『中国の体制移行と発展の政治経済学』、東京：多賀出版。

陳雲 (2010)、「中国農村における構造的貧困の政治経済学：名村モデルの事例研究および示唆」、五石敬路（編）、『東アジアの都市貧困問題研究』、東京、国際書院、99-154頁。

陳雲・森田憲 (2011)、「流動革命と都市「群租」現象の政治経済学：上海の事例研究」、『広島大学経済論叢』、第35巻第2号（11月）、1-36頁。

陳雲 (2012)、「中国山間部地域の発展課題と経験：内的発展モデルの義烏バージョン」、『龍谷政策学論集』（3月）、59-71頁。

陳雲・森田憲 (2014)、「中国における農転非戸籍改革の政治経済学：四大地方実験の事例研究」、『広島大学経済論叢』、第37巻第3号（3月）、1-22頁。

陳雲・森田憲 (2015)『中国モデルと格差』、東京：多賀出版。

盛来運 (2008)、『移動、それとも移住：中国農村労働力移動過程の経済分析』（中国語）、上海、上海遠東出版社。

CIA (2014), *Country Comparison to the World*,

<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/fields/2172.html>.

小宮隆太郎 (2006)、「通貨危機と為替投機—概観と若干の論評—」、『日本学士院紀要』、第60巻第3号、165-202頁。

森田憲・陳雲 (2009)、『中国の経済改革と資本市場』、東京、多賀出版。

Morita, K. and Yun Chen (2010), *Transition, Regional Development and Globalization: China and Central Europe*, New Jersey, World Scientific Publishing.

野口悠紀雄 (1992)、『バブルの経済学』、東京、日本経済新聞社。

Staunton, G. (1797), *An Authentic Account of an Embassy from the King of Great Britain to the Emperor of China*, London: Printed by W. Bulmer & Co. for G. Nico（葉篤義訳、『英使謁見乾隆紀実』、上海、上海書店出版社、2005年）。

谷口洋志・朱珉・胡水文 (2009)、『現代中国の格差問題』、東京、同友館。

Todaro, M.P. (1969), “A Model of Labour Migration and Urban Unemployment in Less Developed Countries”, *The American Economics Review*, Vol. 59, No. 1, pp. 138-148.